

► **“盲盒出圈”，潮玩从小众到大众。**潮玩是面向 15-40 岁群体具有收藏价值的艺术品。它凭借艺术性、稀有性和收藏性特征激励大众消费者进行重复性购买，复购率约 46%-50%。潮玩最初起源于街头艺术文化，因而艺术价值高，从而激发了其收藏属性，一些潮玩爱好者会在各大社交平台上发布照片以寻求社交价值。目前畅销品类多为盲盒公仔和手办系列，其中盲盒公仔价格偏低，凭借精美设计同时借助隐藏款设计带动产品快速“出圈”，手办则关注其艺术性和稀缺性，如部分 bearbrick 玩偶在二级市场可以加价数十倍。相比而言，以迪士尼 IP 为代表的潮流行衍生品（包括公仔、玩偶等）具有明显日用消费属性。从潮玩产业链角度出发，上游 IP 和下游渠道为核心驱动力，从需求端来看，“Z 世代”消费者消费能力的提升，使得娱乐类 IP 变现，外加供给端上优质 IP 数量增多，使得 IP 变现途径实现多样化，通过线上线下渠道的催化加速了 IP 变现。

► **日本潮玩行业：生态链一体化，IP 运营高筑壁垒。**日本 IP 产业链较为成熟，上游产出，下游增值并赋能。日本动画行业经历成长期-辉煌期-低迷期-复苏期四个阶段，1980 年日本人均 GDP 突破一万美元后内容行业开始快速成长，扭蛋和潮流玩具的概念开始出现，1995 年制作委员会模式的出现将动画行业带入辉煌期，多方组成动画制作委员会，共同参与动画制作，有效降低风险。日本潮玩行业已进入平稳增长期。从诞生到成长为世界级 IP，运营能力是核心，巨大商业价值 IP 并非依靠前期设计的完美，更需要长期持续的打造和调整最终形成。IP 运营能力本质是对 IP 商业化变现能力的考验。复盘万代发展历程，其市值在实施 IP 轴战略并逐渐布局 IP 获取、IP 运营建立正向循环后开始上涨。IP 获取上，通过内部并购以及与日本动画巨头角川、东映保持良好合作关系积累 IP 优势；IP 运营上，注重打破公司业务部门的纵向分割，以 IP 为轴心横向协作，多部门进行商业化变现。IP 轴战略的成功使得万代市值从 2015 年的 7000 亿日元上涨到 2020 年的 20000 亿日元，复合增速为 23.36%，毛利率和净利率保持稳步增长。

► **中国潮玩行业：产业链一体化到 IP 生态链一体化。**中国现阶段无论是 IP 质量还是 IP 运营能力仍存在着很大的提升空间。泡泡玛特作为潮玩全产业链一体化的行业龙头，IP 运营能力是其核心竞争力，泡泡玛特不仅能主动挖掘新艺术家并能主动寻求优质 IP 授权，同时拥有优秀的内部设计团队孵化 IP。泡泡玛特在 IP 运营设计效率和社区运营上优于市场。泡泡玛特在投资领域的一系列“破圈”行为将开启 IP 孵化到 IP 运营的双循环，是目前最具备从产业链一体化走向生态链一体化条件的公司。

► **投资建议：**基于疫情边际影响减小，线下门店有望恢复扩张，叠加国民人均收入增加以及“Z 世代”的精神文化需求增长，我们对潮玩行业首次评级，给予“推荐”评级。推荐逐渐从产业链一体化走向生态一体化的泡泡玛特 (9992.HK) 以及获得腾讯 IP 授权并与其具备深度合作关系的创梦天地 (1119.HK)。

► **风险提示：**下游需求低于预期；疫情反复的风险。

#### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
1119.HK	创梦天地	4.01	-0.11	-0.10	0.10	-	-	36	推荐
9992.HK	泡泡玛特	18.10	0.61	0.61	0.71	66	27	23	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 12 月 05 日收盘价，股价单位为港币，EPS 单位为人民币，当日汇率 0.90）

## 推荐

## 首次评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

## 相关研究

1. 家居行业点评报告：第三支箭落地，22Q4 关注家居板块双击机会-2022/11/29

2. 纸浆行业分析：从雨露均沾到结构分化，探讨浆价下行后的演绎-2022/11/18

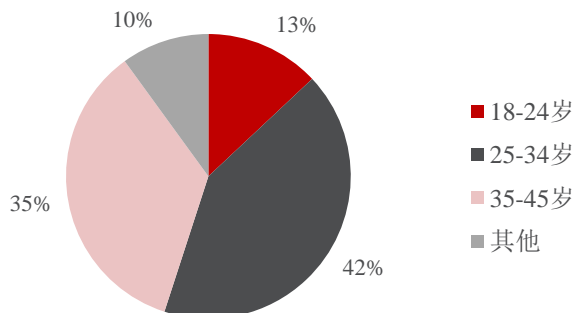
# 目录

<b>1 顺产业趋势，潮玩逐步“出圈”</b>	<b>3</b>
<b>2 日本潮玩启示：IP 运营成就高壁垒</b>	<b>7</b>
2.1 日本潮玩行业：循环流动的生态链，IP 商业价值最大化	7
2.2 从诞生到成长为世界级 IP，IP 运营能力是核心	11
2.3 万代南梦宫复盘：IP 生态链模式的成长之路	14
<b>3 中国潮玩行业：殊途同归，IP 为王</b>	<b>19</b>
3.1 泡泡玛特：自下而上，铸就潮玩巨头	21
3.2 创梦天地：背靠腾讯，降维出击	27
<b>4 投资建议</b>	<b>33</b>
4.1 行业投资建议	33
4.2 重点公司	33
<b>5 风险提示</b>	<b>37</b>
<b>插图目录</b>	<b>40</b>
<b>表格目录</b>	<b>41</b>

## 1 顺产业趋势，潮玩逐步“出圈”

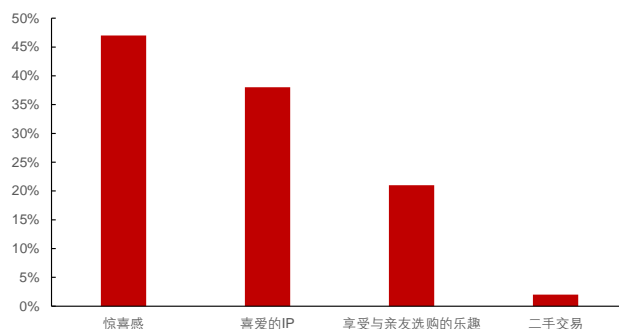
潮玩定位 18-34 岁群体，本质是具有收藏价值的艺术品。从消费人群来看，18-34 岁的年轻群体占据 55%，为潮流玩具的主要消费群体。接近 50%的消费者购买潮玩的主要原因是惊喜感；其次有接近 40%的消费者是为喜爱的 IP 买单。

图1：潮玩的主要消费群体为 18-34 岁的成人



资料来源：京东超市，民生证券研究院

图2：消费者购买潮玩的考虑因素主要是惊喜感以及 IP



资料来源：社科院，前瞻产业研究院，民生证券研究院

**潮玩品类丰富，覆盖入门级到资深级玩家。分形态看：**潮流玩具包括玩偶公仔、手办、艺术玩具和 BJD 球形关节人偶四大类，艺术性和收藏性依次上升，价格也从 39 元左右升至上万元左右。凭借盲盒玩法的玩偶公仔最为普及，主要包括设计师的原创形象和 ACG（动漫&游戏）授权角色两大类，其中 Molly、Rico 系列为其代表产品。手办通常面向二次元男性群体，注重原有 IP 的还原度，价格在 300 元到几千元左右，代表为高达模型。艺术玩具通常为知名艺术家的原创形象，数量稀少，售价较为高昂，面向自身粉丝，代表为 Kaws 公仔、Be@Brick 积木熊等。BJD 球形关节人偶对于 ACG 中经典角色还原度较高，且消费者定制性和可塑性很高，具有很高的可玩性，其价格也达到上万元。**分产品属性看：**盲盒具有一定博彩属性，通过隐藏款来在二级市场可以获取超额溢价；**稀缺手办**则具有一定金融属性，部分产品凭借限量的噱头，被深度粉丝持续加价收购，例如根据上观新闻数据，be@rbrick（积木熊）梵高自画像系列 1000%，平台卖价 6289 元，发售价格显示为 3150 元，价格直接翻倍。一些限量款发售价几万元，现已炒到十几万元。本文更多探讨的是更具消费品属性的泛潮玩及潮流衍生品，诸如迪士尼的玩偶、服装、毛绒玩具、饰品等泛潮玩类，伴随年轻群体审美提升，版权意识也逐步提高，除了收藏级别的深度玩家外，大众群体对潮玩“共情&陪伴”的需求，并带动 IP 衍生品、展示玩具的市场逐步释放。我们将对日本市场进行复盘，探讨行业在顺逆周期下的供需演绎。

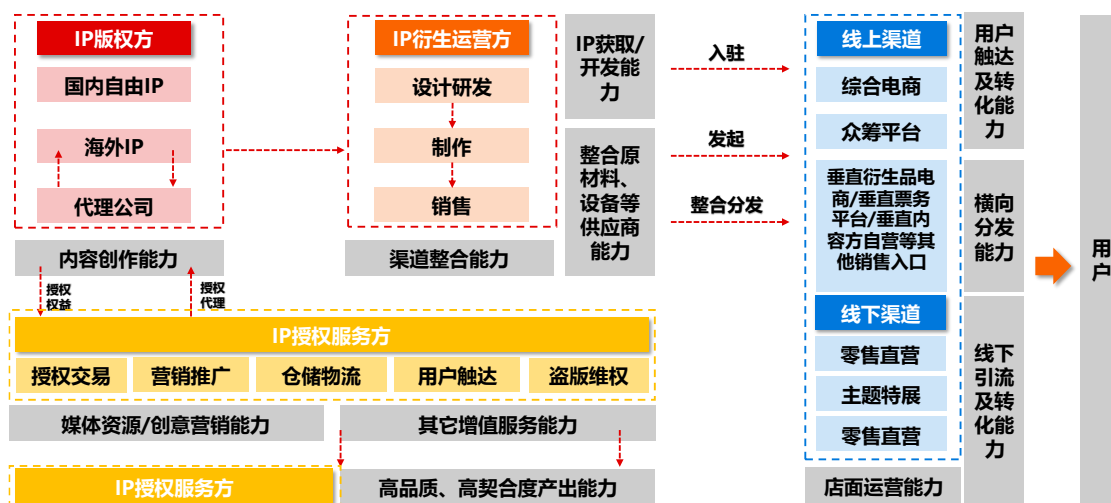
表1：潮玩的四种通用分类

	盲盒公仔 (女性 62.6%)	手办 (男性 64.2%)	艺术玩具	球形关节人偶 (BJD)
艺术价值	※	※※	※※※	※※※※
产品价格	39-99 元	300-上千元	1000-上万元	上万元
设计风格	外观设计	注重原有 IP 还原度	艺术表达	可塑性较高
IP 主要来源	设计师的原创形象 ACG 表情包	ACG 中的经典角色	知名艺术家的原创形象	ACG 中的经典角色
用户群体	18-35 岁	动漫二次元消费者	追求潮流艺术 消费能力强	动漫二次元消费者
代表	Molly、Rico	高达、阴阳师等周边产品	Kaws 公仔、Bearbrick	龙女、赤金
示意图				

资料来源：腾讯《2020-2021 设计趋势 ISUX 报告：潮玩篇》，民生证券研究院；注：※越多表明艺术价值越高

IP 是潮玩的核心元素，是整个潮玩产业的源头。潮玩产业分为上游的创意制作以及下游的渠道推广。上游艺术家提供形象创意，建模师对形象进行商业化打磨，形象最终成型后通过中游（玩具生产商）进行批量化生产，下游线下渠道包括零售店、盲盒机、展会等，线上渠道包括淘宝、天猫等电商平台。我们认为，IP 是潮玩最稀缺的环节，其中，中国作为全球最大的玩具工厂，玩具制造产业链非常成熟；下游潮玩门店即零售行业，市场不乏具备潮玩销售能力的渠道商，如在盲盒起量过程中，大量线下渠道（如酷乐潮玩、九木杂物社等）引入该产品；潮玩公司能否走出来的关键在于 IP 打造能力，如何构建深受市场认知且具有长生命力的 IP 形象，决定潮玩类产品能否大卖的关键。

图3：潮玩产业链



资料来源：艾瑞咨询《2019 年中国娱乐内容 IP 衍生产业研究报告》，民生证券研究院



IP 衍生品根据是否依托于具体游戏或文艺作品分为**形象 IP**与**内容 IP**。形象 IP 具体代表有玲娜贝儿、冰墩墩等，分别依托上海迪士尼“达菲和朋友们”和“冬奥”而生，没有依托具体作品，受众广泛，对社群运营依赖型较高。而内容 IP 的主要代表美国队长、德鲁伊等来自于影视作品、游戏等不同渠道，受众也集中在相应的电影迷、游戏迷或者文学爱好者当中，由于内容 IP 在文学作品的帮助下更加具象、人物性格更加丰满，因此粉丝粘性较形象 IP 更高。**我们认为，形象 IP 借助产品迭代和营销推广，可以快速出圈，但能否持续保持生命力需要后续内容持续烘托，如来自日本的 sonny angel，其不具备内容带来有限的生命周期，相反我们看到如海外迪士尼、万代旗下产品，通过影视、动漫等具体角色，带动更强的用户粘性和持续生命力。如：米老鼠 IP 诞生于 1928 年，高达 IP 诞生于 1979 年，至今仍深受不同年龄段群体喜爱。**

表2：形象 IP 和内容 IP

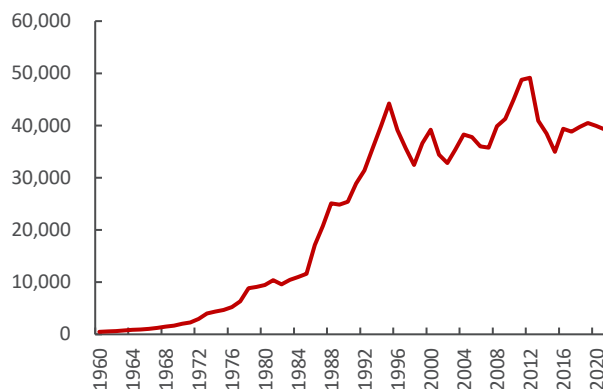
	形象 IP	内容 IP
IP 背景	IP 设计理念设定，一般无内容背景	依托游戏/影视/文学内容中的角色
受众群体	受众广泛，粉丝粘性低于头部内容 IP	主要为内容消费者，粉丝粘性高
生命周期	取决于产品运营策略与社群效应	取决于生命周期（持续输出内容）
运营策略	通过 1) 产品设计/品类更新迭代； 2) 授权联名策略，强运营延长生命周期	持续迭代更新带动 IP 衍生消费
代表 IP	Hello Kitty/bearbrick/玲娜贝儿/小黄鸭/冰墩墩	宝可梦/漫威/魔兽/英雄联盟/原神

资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

**IP 衍生品的核心是共情与陪伴。**随着“Z 世代”新生儿数量下降，年轻消费人群更注重个性化与审美表达，叠加人均收入水平提高，精神消费应运而生。IP 衍生品通过个性化设计和多样的品类，极大地满足了年轻人的不同需求，同时形成了联结消费者和 IP 的重要精神桥梁，核心是与消费者产生共鸣的同时带来精神层面的陪伴。参考日本，日本潮玩是诞生在出生率下降到历史低点的 20 世纪 80 年代（出生率从 1947 年的 34‰ 下降到 1980 年 14‰），当时日本经济仍在快速发展期（1980-1990 年人均 GDP 的 CAGR 达 10.4%），**同期日本动画产业实现 CAGR 为 25% 的增长，背后就是经济增长且个体割裂的背景下，对于共情和陪伴的需求持续增加。**

**图4：日本出生率持续下滑（单位：%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

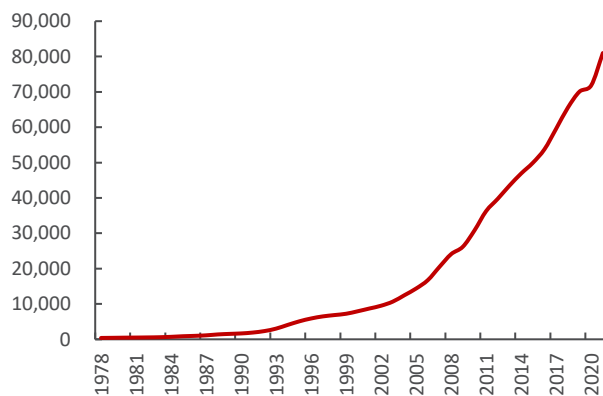
**图5：日本人均 GDP 不断上升（单位：美元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

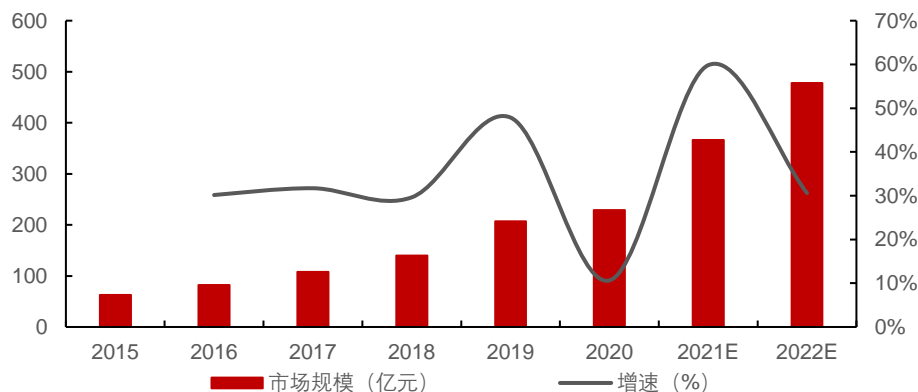
在国内出生率下降和经济上行的背景下，我们也看到潮玩市场进入快速成长期。2015-2020 年期间我国出生率从 11.99‰下降至 2021 年的 8.52‰，同期人均 GDP 的 CAGR 为 7.55%，中国潮玩市场的 CAGR 为 29.45%。

**图6：2017 年以来中国出生率出现下滑（单位：%）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图7：中国人均 GDP 不断上升（单位：元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图8：2015-2022 年中国潮玩市场规模及预测**


资料来源：华经产业研究院，民生证券研究院

## 2 日本潮玩启示：IP 运营成就高壁垒

### 2.1 日本潮玩行业：循环流动的生态链，IP 商业价值最大化

日本潮玩处于成熟期，对中国潮玩具备较大借鉴意义。首先，日本潮玩行业依托动画，产业发展成熟，并在内容和 IP 衍生品上形成一个双向循环、相互促进的产业链。中国潮玩行业目前正处于发展初期，IP 衍生品和内容发行之间相对独立，并未形成完整的生态链。但是，随着我国动画产业的发展，未来将有更多的国产优质 IP 出现，促进中国潮玩行业的产业化程度提升。另外，中国的动画文化主要受到日本二次元文化的影响，整个潮玩行业也受到日本文化的影响，因此我们可以通过日本动画和潮玩行业，来看中国潮玩的未来发展。

表3：中国潮玩行业仍处于发展初期，IP 内容和衍生品尚未形成完整生态链

	日本	中国
发展阶段	依托动漫产业发展处于成熟阶段 动漫产业链价值超 20000 亿日元	快速发展期，互联网催化行业快速发展；尚未形成全产业链龙头
用户群体	人口覆盖率超过 40% 覆盖全年龄层	发展早期用户有待拓展
知名 IP	精灵宝可梦、Hello Kitty、龙珠、高达、柯南、海贼王等	深度 IP：哪吒、大圣归来、喜羊羊 浅度 IP：长草颜团子、Molly、吾皇巴扎黑
运营模式	制作委员会模式 各细分龙头负责产业链各阶段	IP 内容与衍生品各自为营 深度 IP 商业化价值尚待挖掘 浅度 IP 内容有待延伸
收入模型	产业链各环节公司分别获得商业化收入 委员会按出资额分成获得放映收入与对外 IP 授权收入	IP 内容发行与衍生品收入相对独立，未形成生态链

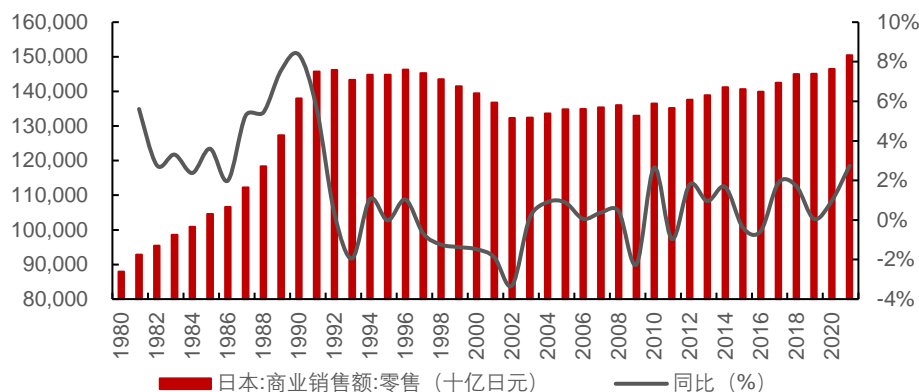
资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

#### 顺逆周期下，潮玩在日本表现依然亮眼：

1980-1990 年为日本快速增长阶段，日本人均 GDP 超过 1 万美元，内容行业快速增长，促进了诸如高达模型等潮流玩具的市场发展，扭蛋的新型玩法也开始出现，行业 CAGR 达 25%，同期日本商业零售规模的 CAGR 为 5.2%，在顺周期背景下，我们看到潮玩进入高速增长期；

1990-2005 年，日本进入“失去的 30 年”，人均 GDP 的 CAGR 仅为 2.7%，商业零售规模的 CAGR 仅为 -0.5%。不过在这一时期，我们看到日本动画市场表现仍然坚挺，CAGR 为 17%，主因消费者在经济萧条时期更偏好廉价奢侈品以满足自身消费欲望，“口红效应”带来行业的逆周期属性。

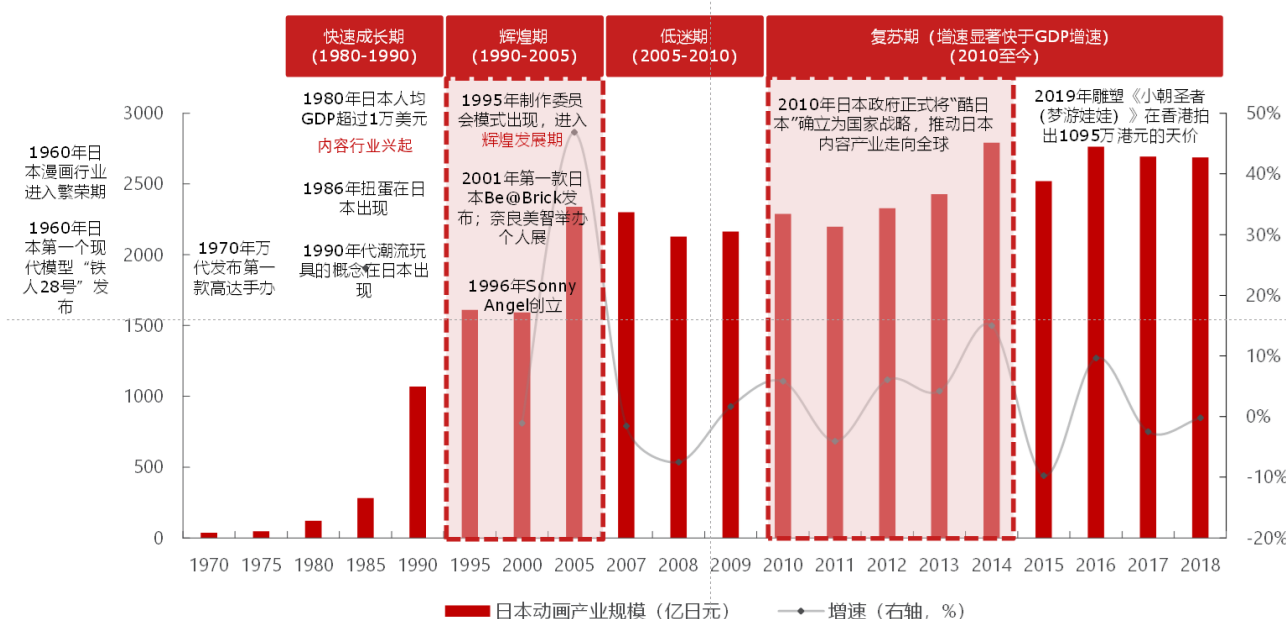
图9：日本商业零售规模及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

日本动画制作委员会模式出现，推动了动画行业进入辉煌发展期。潮玩行业实现了进一步的飞跃，一大批优秀潮玩设计师的热门作品如 bearbrick、Sony Angle 便诞生于该时期。在经历了五年的低迷期后，2013 年日本政府正式将“酷日本”确立为国家战略，推动日本内容产业走向全球，潮玩也开始走向世界。日本动画产业的发展，带来了其 IP 衍生品市场的繁荣。

图10：日本动画及 IP 衍生品行业发展历程



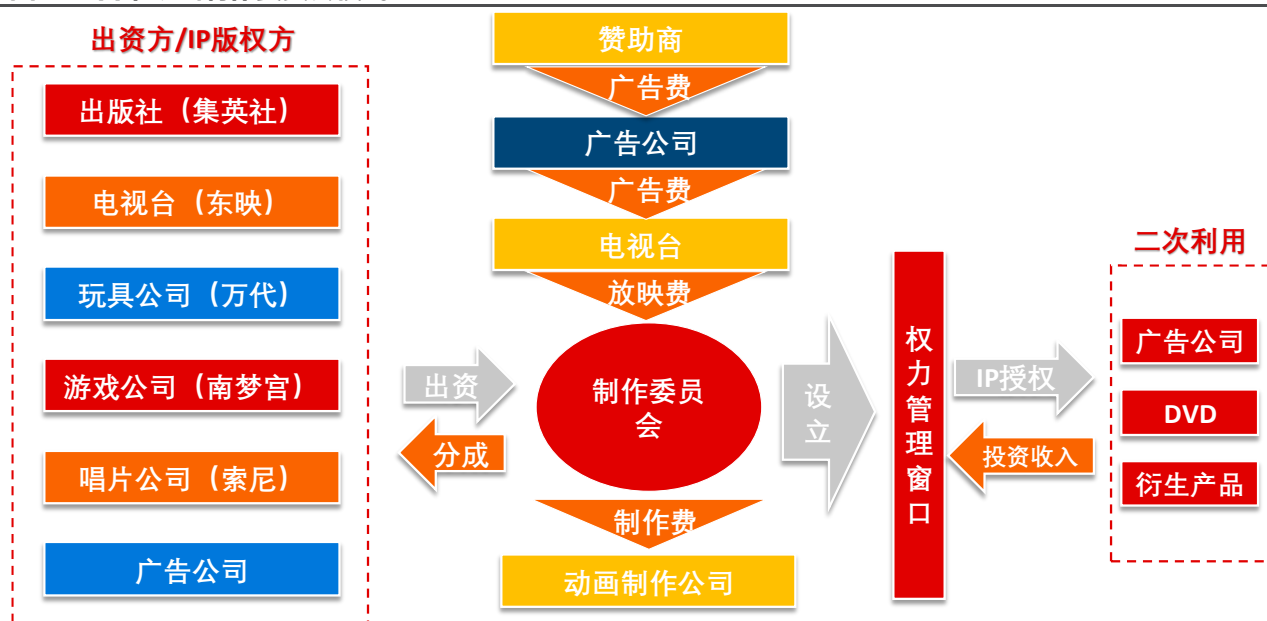
资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

动画制作委员会模式破解 IP 创作难题。IP 创作是整个动画产业和衍生品发展的重要难题，而日本制作委员会模式的出现破除了创作难题，推动日本动画和 IP 衍生品行业进入繁荣发展期。在该模式出现之前，原有模式多为动画公司独资、合资或者银行直接投资的模式。该模式下，动画公司独自承担 IP 创作风险。1995 年，日本动画制作委员会正式成立，从根源上打破了 IP 创作不确定性高、风险大的问题。该模式下，由出版社、电视台、玩具公司、游戏公司等共同出资成立制作委员



会，分散风险。

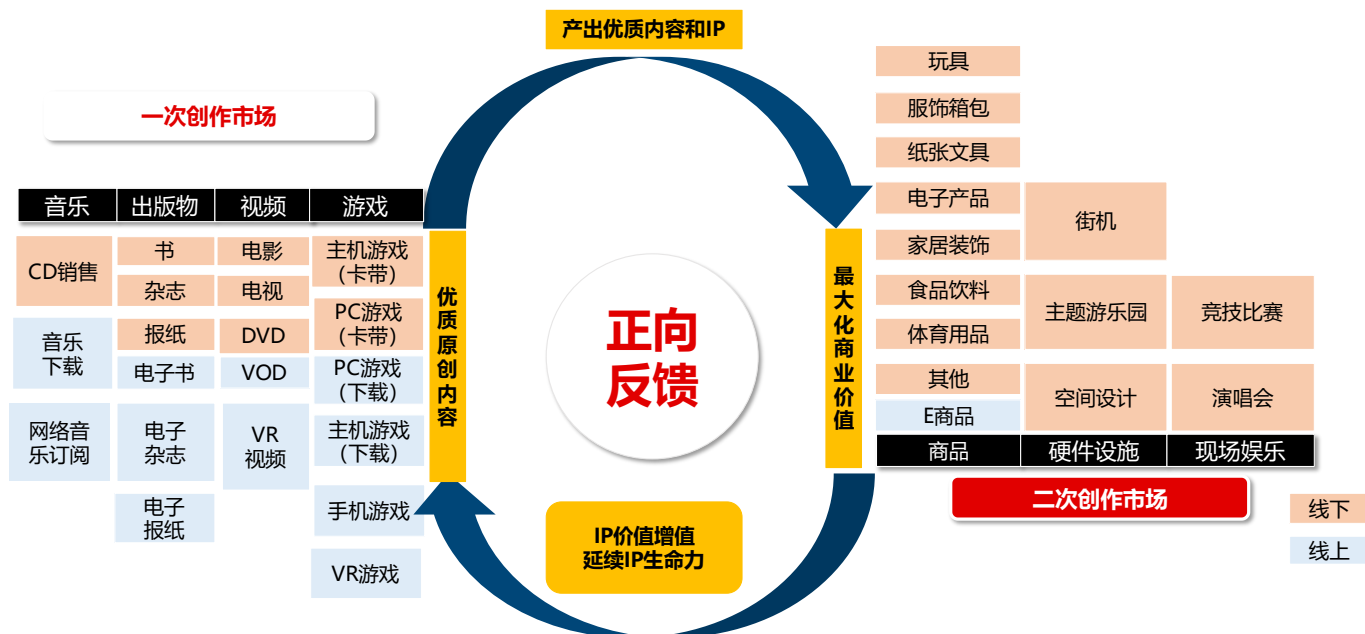
图11：日本动画制作委员会模式



资料来源：《日本动画商业模式的演变及其借鉴意义》，民生证券研究院

**循环流动的 IP 生态链：上游产出，下游增值并赋能。**随着日本 IP 创作难题解决，日本动画产业繁荣发展，也形成了动画和 IP 衍生品循环流动的 IP 生态链。完整的 IP 生态链包括 IP 一次创作市场与二次创作市场。一次创作是指 IP 被首次创作而成的内容，包括音乐、出版物、视频、游戏等。二次创作是基于一次创作形成的 IP 被二次利用所开发的商业模式，包括 IP 商品、硬件设施和现场娱乐等。一次创作市场拥有优质的原创内容，源源不断产出优质内容和 IP。这些 IP 被二次利用起来，能够最大化 IP 的商业价值，增加 IP 曝光度，使得 IP 增值并延续其生命力。下游的二次创作收益通过 IP 授权的分成模式回流到一次创作市场，激发创作动力，吸引更多人才继续产出优质内容。由此，一次创作市场和二次创作市场形成了正向反馈，上游产出，下游为 IP 增值并赋能。

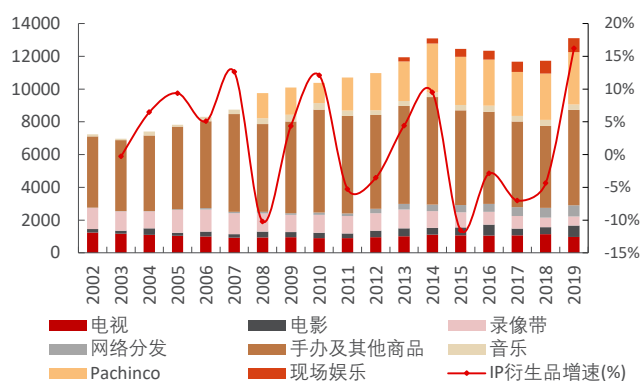
图12：日本 IP 生态链



资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

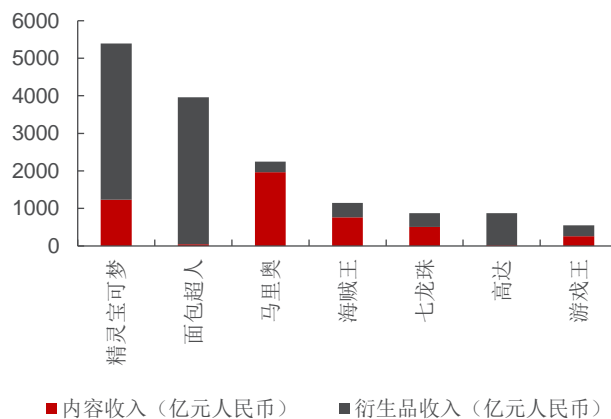
**IP 二创可实现更大的商业价值。**整个 IP 二次创作市场尤其是手办及其他商品市场规模远超一次创作市场。如 2019 年日本广义动画市场规模为 1.31 万亿日元，同比增长 11.8%，其中手办及其他商品占比为 44.4%，同比增长 16.2%；就具体 IP 来看，如精灵宝可梦作为日本累计收入最高的 IP，截至 2021H1，实现累计收入 5395 亿元人民币，其中衍生品收入达 4167 亿元人民币，占比 77.2%。

图13：日本广义动画市场规模（亿日元）及增速



资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院；注：Pachinco 为日本的一种游戏厅

图14：IP 衍生品的收入远超内容收入

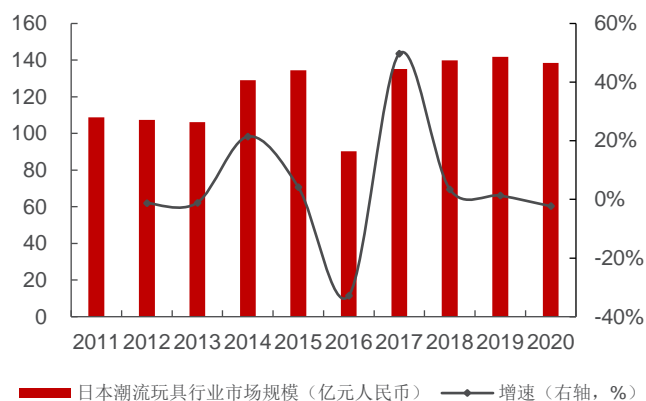


资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院；注：收入自 IP 产生之日算，为累计收入

**日本潮玩行业已经进入到平稳增长期，玩具行业以益智玩具和兴趣类玩具为主。**在经历过上个世纪的高速发展期后，产业链各环节逐渐成熟，接近市场天花板。2011 年日本潮玩行业进入了平稳发展期，市场规模在 110 亿元人民币左右。另外益智玩具和兴趣类玩具（如模型手办等）产品合计占整个日本玩具市场的 38%，

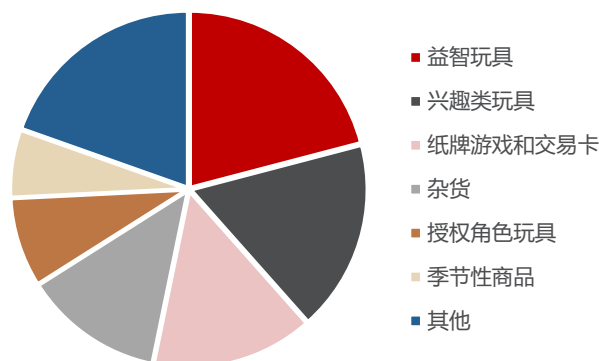
其中兴趣类玩具产品在追求性价比的同时可玩性也较高，为未来中国潮玩市场的发展指明了方向。

图15：日本潮流玩具行业市场规模及增速



资料来源：日本动画协会，民生证券研究院

图16：2020年日本玩具市场以益智玩具和兴趣类玩具为主



资料来源：三文娱，民生证券研究院

## 2.2 从诞生到成长为世界级 IP，IP 运营能力是核心

上游 IP 环节包括 IP 授权和 IP 第三方运营，其中 IP 第三方运营方更关注商业变现能力。

IP 授权依据不同授权方式收取不同费用。IP 授权指的是版权方（IP 所有者）或者其代理商将 IP 授权给商家使用。商家可以根据授权方的指引在指定期限内和一定范围依照条件使用该 IP。IP 的授权方式分为独家使用许可、排他使用许可和普通使用许可。IP 版权金/版权金费率的高低与授权模式相关，如果是长期大范围授权则费用更高。

表4：IP 授权许可方式

IP 授权许可方式	内容
独家使用许可	指商标注册人在约定的期间、地域和以约定的方式，将该注册商标仅许可一个被许可人使用，商标注册人依约定不得使用该注册商标。
排他使用许可	指商标注册人在约定的期间、地域和以约定的方式，将该注册商标仅许可一个被许可人使用，商标注册人依约定可以使用该注册商标但不得另行许可他人使用该注册商标。
普通使用许可	指商标注册人在约定的期间、地域和以约定的方式，许可他人使用其注册商标，并可自行使用该注册商标和许可他人使用其注册商标。

资料来源：最高人民法院，民生证券研究院

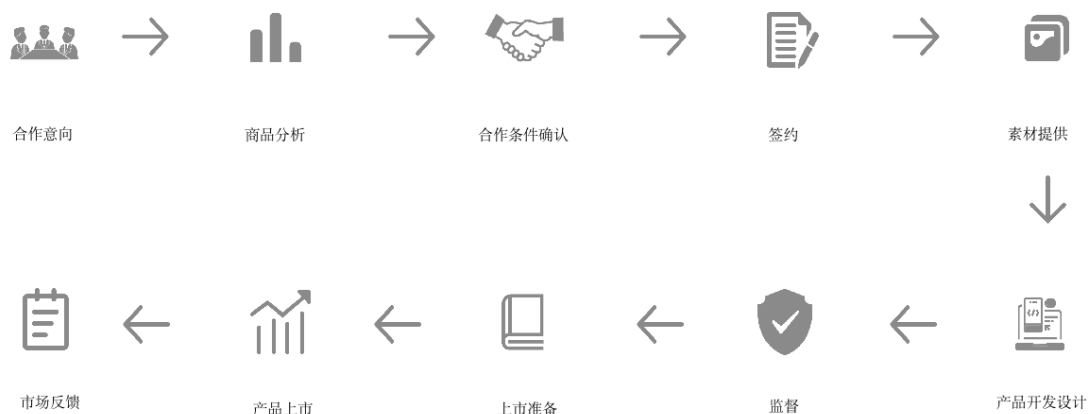
表5: IP 授权模式

IP 授权模式	内容
衍生品授权	IP 联动, 应用于实物商品
外包装授权	仅将 IP 素材应用于物流外包装、礼盒外包装等, 有时这类授权归于衍生品授权
礼品授权	IP 素材应用于赠品, 赠品要求为“非卖品”
营销授权	IP 元素应用于营销宣传, 一般多为短期授权
数字虚拟授权	游戏中的 IP 联动, 例如剑与远征与 OVERLAND 的联动
知识产权改编权	将某一知识产权改编为影视、动画、游戏等, 如近期大热的《鬼吹灯》电视剧和电影, 就是由其原著小说改编而成
线下实体店授权	IP 主题餐厅, IP 主题游乐园等
公共交通授权	顾名思义, 交通工具的内外部涂装与 IP 相关
植入冠名	影视综内的软硬广告植入

资料来源: 最高人民法院, 民生证券研究院

IP 授权流程涉及两家商业主体的合作和谈判, 流程涉及环节较多。在合作意向的确认前, 作为被授权方的品牌选 IP, 同时提交公司资料即合作商品的企划书, 其中应包含产品 SKU、销售及批发价格、销售渠道、版权金点数、授权期限及是否独家等内容。签约后的设计监修环节也是 IP 合作中的重要一环。完成签约及版权金支付后, 授权方会提供 IP 素材图库, 由被授权方将之与其产品相结合, 但是成稿一般需提交版权方审核。

图17: IP 授权流程

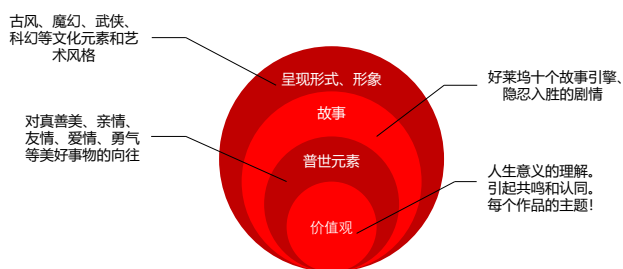


资料来源: 百度百科, 民生证券研究院绘制

IP 授权方在前期的角色为 IP 开发者, IP 开发包括四个核心: IP 筛选、商业定位、跨媒介互动设计、长期运营。1) IP 筛选: 需要关注表现形式的极致、故事构架的引人入胜、具备普世元素的世界观、和具备长期生命力的价值观。2) IP 商业定位: 针对作品对应的人群特征, 开发相应的价值观、世界观、故事设计、艺术风格和流行元素等, 为媒介互动设计做好准备。3) IP 开发前期就需要为网剧、电视剧、电影、游戏、出版物、社交、衍生产品甚至地产和教育等多种媒介形式留出充足的创作余地, 做好衍生品和商业化收入模式的前期规划, 保证 IP 的长期衍生

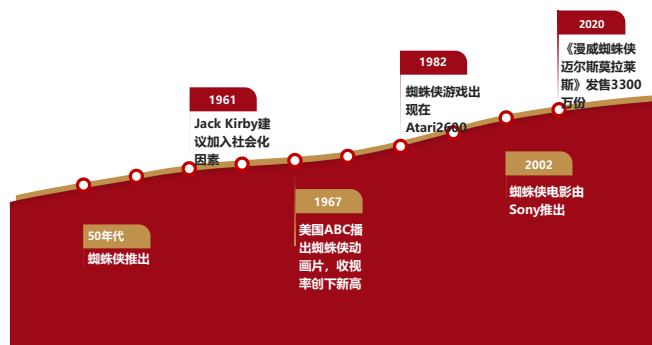
能力。4) IP 长期运营：对每一个 IP 进行全方位、全流程、多媒介商业定位和互动设计后，都可形成详细的 IP 运营手册，在手册指导下将 IP 执行变为工业生产般的制作流程。巨大商业价值的 IP 并非前期设计即完美，更多需要靠长期持续的打造和调整最终形成。例如《蜘蛛侠》在 50 年代并不出名，在 1961 年加入 Jack Kirby 的创意和更加社会化的内容后才成为畅销漫画，再经过索尼营业塑造成为众人皆知的超级 IP。

图18：IP 开发核心



资料来源：知乎专栏，民生证券研究院

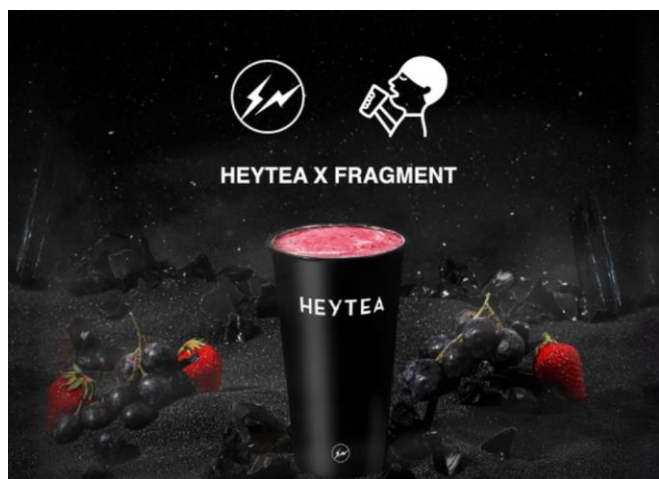
图19：蜘蛛侠 IP 运营



资料来源：新京报，民生证券研究院、

IP 在授权第三方之后，可根据授权模式进行第三方运营。第三方运营主要是通过联动、广告植入、改编电影等方式进行运营，第三方运营更加专注于 IP 的变现。例如 fragment 与喜茶的联名，fragment 为设计师藤原浩 2003 年创立的潮流品牌，在 20 年的运营中长久不衰，此次与喜茶的联名即为典型的外包装授权，并且由喜茶负责本次产品的营销。

图20：第三方 IP 运营



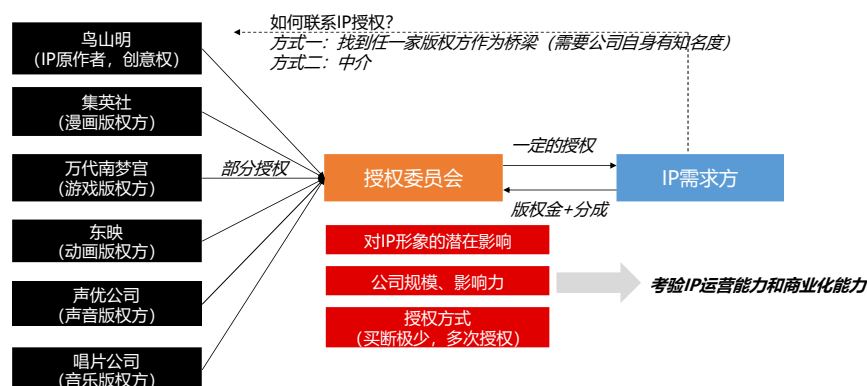
资料来源：喜茶官网，民生证券研究院

IP 版权方的核心竞争力为内容创作能力，但内容创作存在一定风险，需要 IP 运营方充分利用 IP 的价值反哺版权方。IP 运营方更重要的是商业化变现能力。IP 授权的第一步是联系版权方，但需要公司自身有知名度。同时，日本的 IP 版权分布在不同公司手中，包括原作者、漫画版权方、游戏版权方、动画版权方、声音和



音乐版权方，由这些群体共同组成一个授权委员会，进行部分权利的授权。日本对 IP 的商业形象非常重视，因而在授权时会考虑到对 IP 形象的潜在影响，公司规模、影响力，以及授权方式等，知名 IP 的授权一般不会进行独家授权，而是采用多次授权的方式，这就对 IP 需求方的运营能力和商业化能力提出了考验。

图21：龙珠的 IP 授权环节

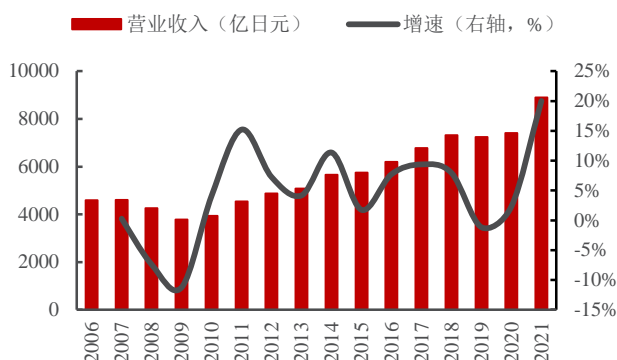


资料来源：知乎专栏，民生证券研究院绘制

## 2.3 万代南梦宫复盘：IP 生态链模式的成长之路

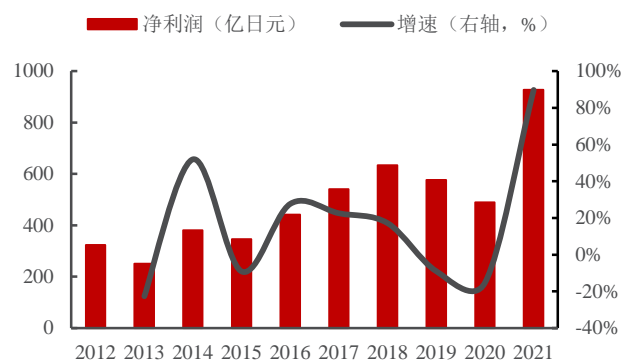
万代南梦宫是日本老牌玩具厂商，市值超 2 万亿日元（约 1000 亿人民币）。万代南梦宫是在 2006 年由万代和南梦宫两家公司合并而来，万代为日本最大综合性娱乐公司（旗下包括高达、七龙珠、精灵宝可梦等），南梦宫为游戏开发商（旗下包括吃豆人、铁拳等）。万代在 1980 年推出当前最知名的 IP 高达，并在 2019 年收购高达版权方剩余 77% 的股权，完成对高达所有权利的收购。

图22：万代营业收入及增速



资料来源：万代公司公告，民生证券研究院

图23：万代净利润及增速

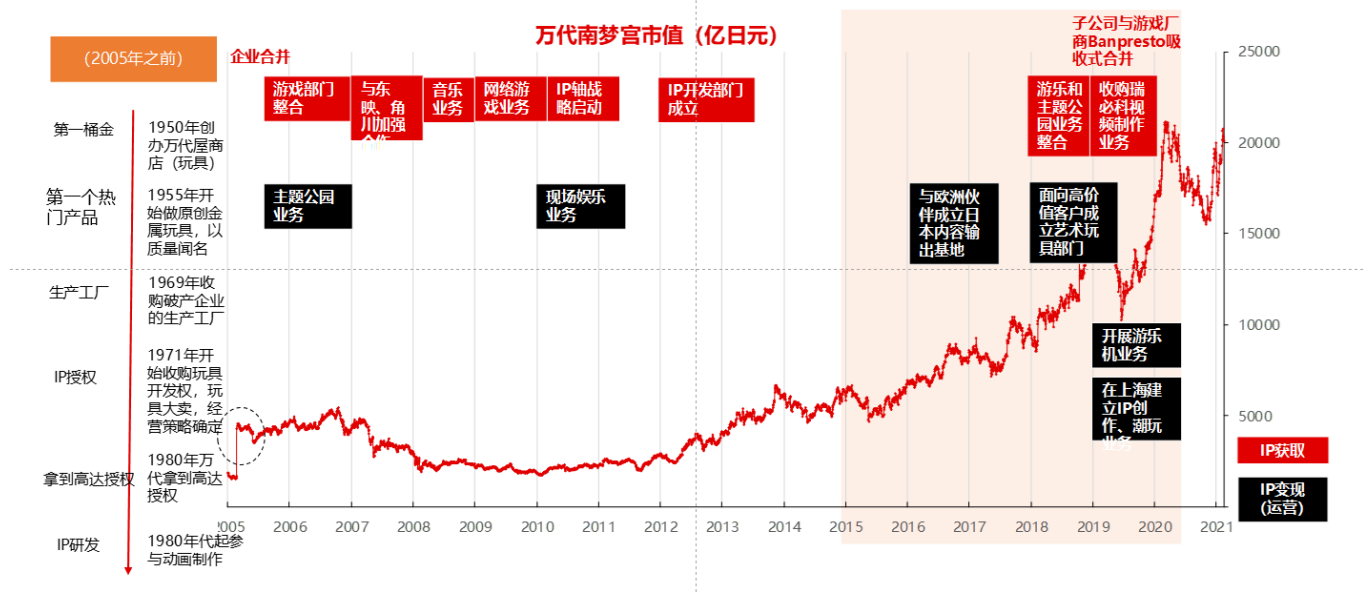


资料来源：万代公司公告，民生证券研究院

**强 IP+多元化变现模式，万代市值突破 2 万亿。**2010 年前，万代在 IP 获取上投入较多，例如与日本动画动漫巨头角川和东映加强合作，以及对于 IP 开发的重视，并对主题公园业务和现场娱乐业务进行布局。2010 年之后，伴随 IP 获取与 IP 运营能力正向循环的建立，以及万代 IP 轴战略的实施，万代市值开始上涨。2015-2020 年间万代的市值从 7000 亿日元上涨至 21000 亿日元，暴涨 2 倍，背

后是对万代 IP 商业化变现能力的认可。

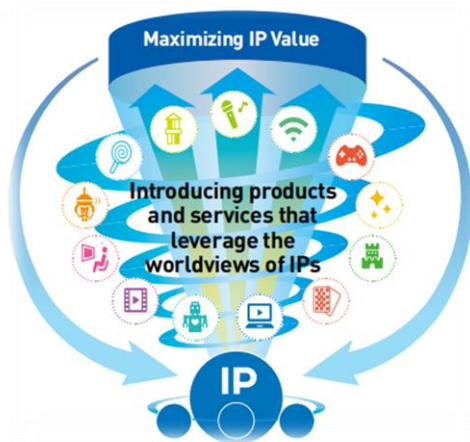
图24：万代发展历程及市值变化



资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

**IP 战略的核心是 IP 价值最大化。**2010 年，万代启动 IP 轴战略：即打破公司业务部门的纵向分割，以 IP 为轴心横向协作。通过游戏、音乐、影像、玩具等各部门协作以实现商业模式多元化和全球覆盖，进而达到 IP 价值的最大化。以旗下的 IP 高达为例：1979 年，万代拿到高达系列授权后，围绕高达 IP，在游戏、漫画等多个领域持续推陈出新，延长 IP 的生命力，并通过推出高达模型不断挖掘 IP 的商业价值。截至 2021 年，高达包括游戏、漫画、动画、小说在内的内容产品超过 230 个，主要的玩具系列共有 4 款。

图25：万代“IP 轴”战略



资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

**优质 IP+良好的运营，为 IP 提供源源不断的生命力。**从 1979 年第一部《高达 0079》上映以来，万代在 1994、2002 以及 2016 年持续推出新的动画，并在

各种媒介上为高达造势，对高达玩具的推广起到了至关重要的作用。

图26: 高达系列不断推陈出新，延长 IP 生命力



资料来源: 创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

**收购+组织架构变革使得 IP 战略成功实施。**万代 IP 轴战略得以成功实现的原因，在于各业务部门内外部的丰富资源：公司内部收购、兼并了众多优秀的娱乐公司，诸如“高达”的动画制作和企划公司 sunrise 和创通；外部主要与东映、角川等大型动画制作、策划和出版社合作。2010 年 IP 轴战略实施后，公司由三大战略部门拆分为五大业务部门，以 IP 为核心，影像、音乐、玩具部门破除纵向分割状态，实现内部的横向协作，进而大幅提升了运营效率。可以看到，公司于 2015 年推出 IDOLISH7 游戏，2016 年便开始在五个方面进行全面布局来打造 IP，至 2020 年短短五年时间已经推出 65 款音乐、2 部动画、13 部漫画和 16 款手办。

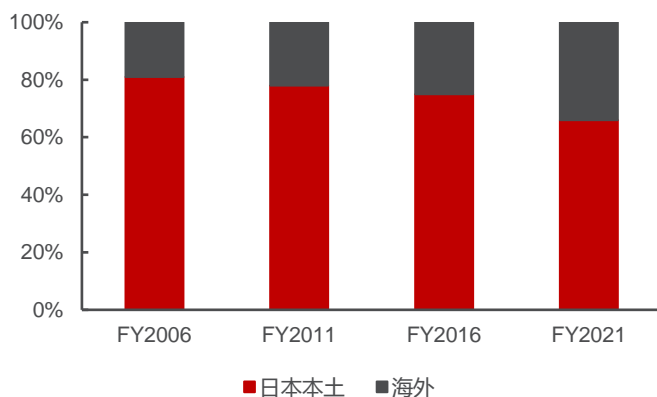
图27: 万代内外部 IP 资源丰富



资料来源: 17173 游戏网, 3DMGAME 等公开信息, 民生证券研究院

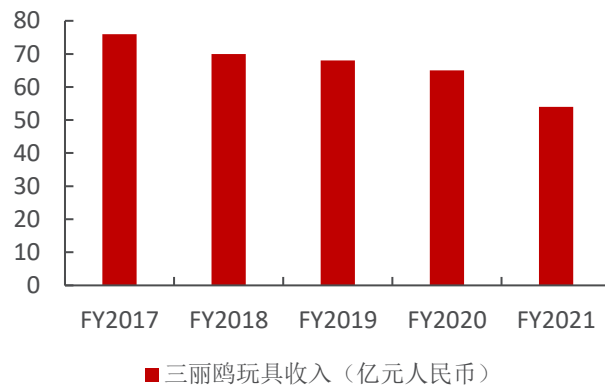
**海外扩张+IP 本土化运营扩大市场空间。**万代也注重海外市场的扩张和 IP 本土化运营，2020 年在中国推出了牛年特制高达模型，海外收入逐年上升。IP 轴战略带来了强大的 IP 运营能力，最大限度地延长了万代 IP 的生命周期。可以看到，潮玩公司面临很大的 IP 老化风险，收入会因此下降，而万代的 IP 仍然拥有强大且不断增长的商业价值。

图28：万代海外收入占比逐年增加



资料来源：万代公司公告，民生证券研究院

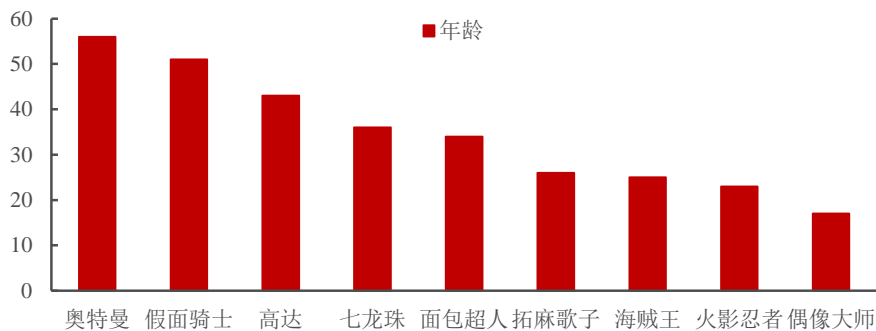
图29：三丽鸥玩具公司因 IP 老化收入有所下滑



资料来源：万代公司公告，民生证券研究院

**无惧时间长河，万代 IP 持续焕发活力。**万代的经典 IP 火影忍者、海贼王、七龙珠、高达、假面骑士等推出时间在 20 年~50 年之间，其中经典形象奥特曼甚至超过 50 年，这些超高龄 IP 在漫长的时间里吸引了一代又一代人，正是 IP 的生命周期够长才能凸显出潮玩的收藏属性，不至于被时间抹去了“潮”属性。

图30：万代单个 IP 具有超长的生命周期



资料来源：百度百科，民生证券研究院整理

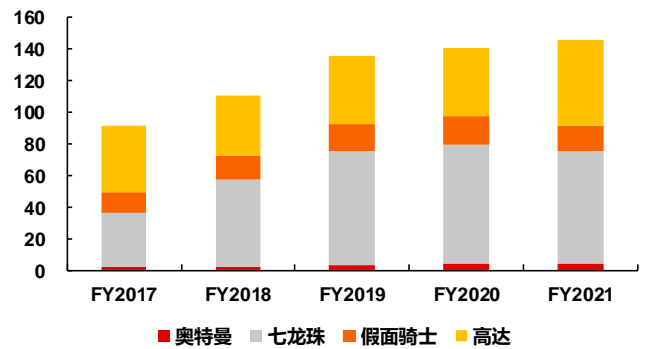
**万代高龄 IP 仍具有超高商业价值。**万代的高龄 IP 不仅没有在时间的流逝过程中被消费者抛弃，反而在万代的良好经营下商业价值持续走高，例如万代的 IP 七龙珠在 2017 年商业价值还不足 40 亿元，到 2021 年商业价值已经翻倍。万代为了维护 IP 的新鲜感以及生命力，不断推出新的系列以及联名产品。

图31: 高达十二生肖 (牛年) 模型



资料来源: 腾讯网, 民生证券研究院

图32: 万代头部 IP 依然具有超高的商业价值 (单位: 亿元人民币)



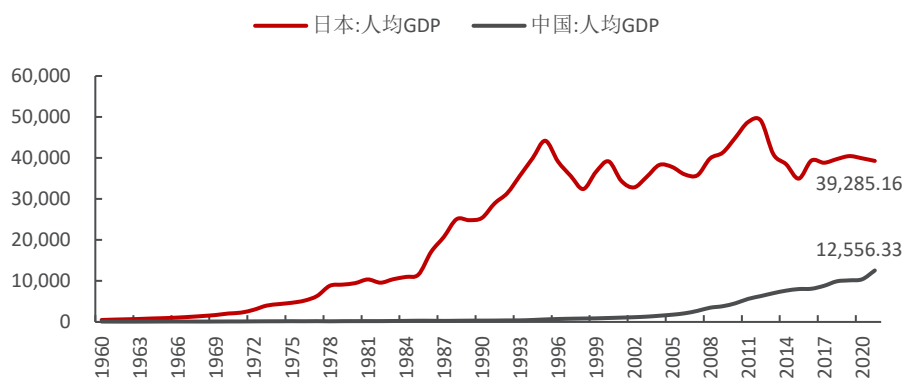
资料来源: 商业新知, 民生证券研究院



### 3 中国潮玩行业：殊途同归，IP 为王

以日为鉴，IP 运营成为企业的核心竞争力，IP 产业链过渡到 IP 生态链将带来行业新的增量。目前中国所处的时间窗口与日本 80 年代相近，人均 GDP 已经超过 1 万美元，正处于人均 GDP 上升期，消费者整体物质需求已经完善，未来 5-10 年将迎来精神文明建设时代，而中国 IP 产业链的逐渐成熟也将加速中国潮玩行业的崛起。

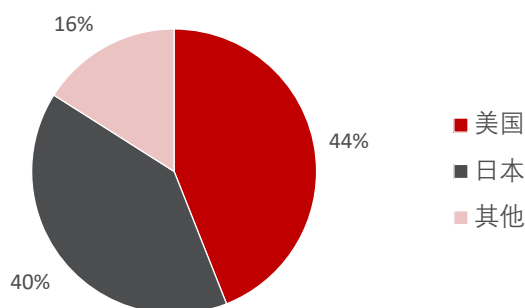
图33：人均 GDP：中国 vs.日本（单位：美元）



资料来源：wind，民生证券研究院

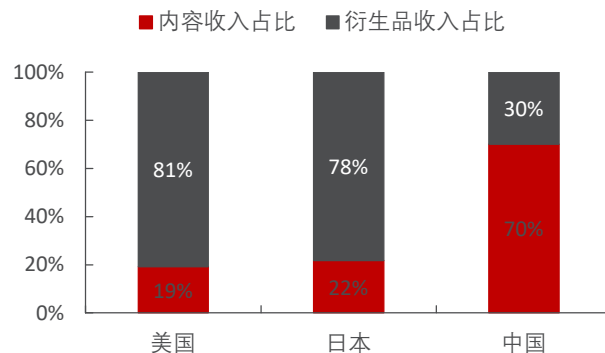
目前中国 IP 数量与日美相差巨大，IP 运营待改善，整体处于初级阶段。首先，IP 作为潮玩的源头，日本和美国在全球都有能带来 200 亿美元以上的优质 IP，而中国百亿以上的只有一个，IP 质量有待提高。更重要的是，在 IP 运营方面我们存在着较大的差距，在中国同一个 IP 的内容收入占整体收入的 70%，而 IP 衍生品的收入只有 30%，反观美国与日本则正好相反，他们的 IP 衍生品收入分别占比 81%/78%，中国在 IP 衍生品运营上依然有较大的发展空间。

图34：2021 年头部 IP 数量差距仍然较大



资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

图35：2021 年中国衍生品收入倍数相比日美提升空间近 3 倍

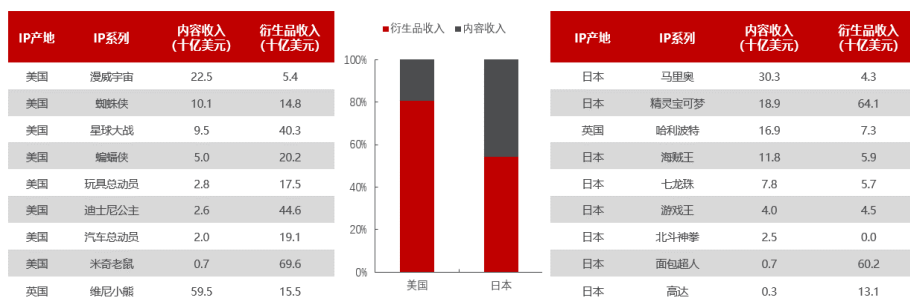


资料来源：创梦天地《IP 衍生品业务介绍》，民生证券研究院

国外 IP 对国内用户影响深远。IP 原产地大多集中在美国、日本两国，美国 IP 衍生品收入与内容收入之比约为 4 倍，而日本、英国衍生品收入则略大于内容收

入。主因美国头部 IP 主要为影视动画形态，影视内容收入存在天花板，而日本、英国头部 IP 以漫画、书籍等形态为主，其中漫画通过连载的方式创造了高额内容收入，这也反映了出于陪伴与收藏情绪，实体的 IP 衍生物一直受到消费者的青睐。

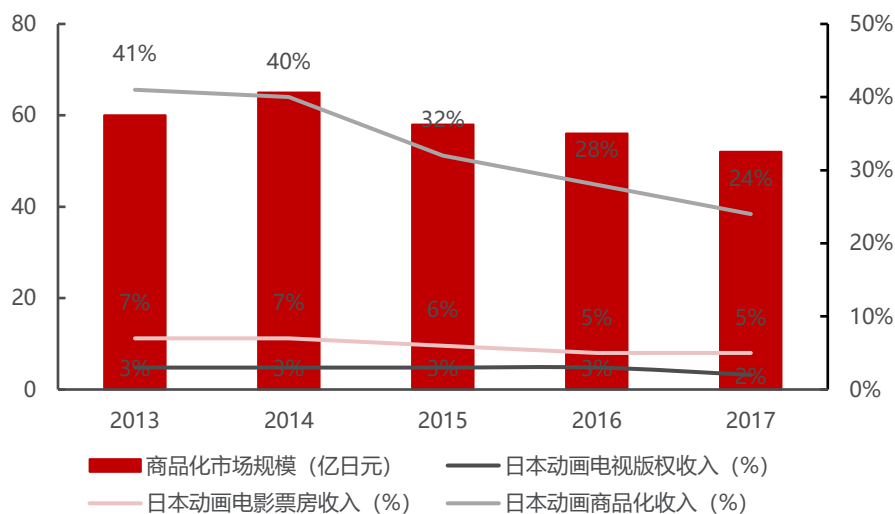
图36：国外头部内容收入与 IP 衍生品收入对比



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

**成熟市场中 IP 衍生品收入与电视版权收入、电影票房收入之和基本维持 4 倍关系。**娱乐 IP 衍生品价值除了可以扩宽商业变现能力之外，还可以体现在延长 IP 生命周期以及丰富 IP 内容宣传渠道。

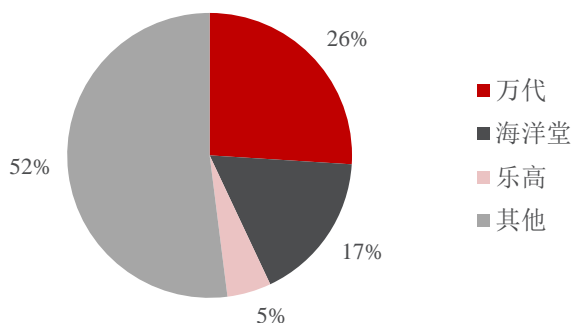
图37：2013~2017 日本动画商品化市场规模及占比



资料来源：艾瑞咨询，民生证券研究院

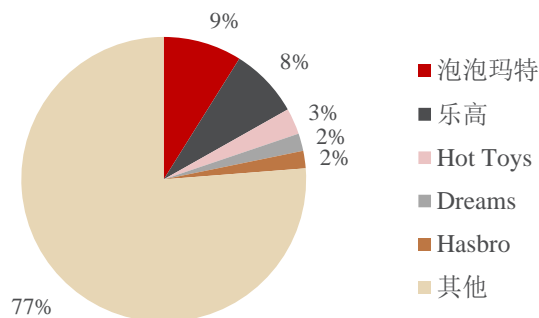
**中国潮玩集中度存在较大空间，未来必将出现行业洗牌向头部集中的情况。**从竞争格局来看，日本潮玩行业的集中度较高，2020 年，前 3 大公司的集中度达到 48%；相对来说，中国的潮玩 CR3 集中度只有 20%；借鉴日本的经验，随着行业继续发展，市场会自动出清 IP 运营能力弱的企业，未来集中度将随着行业整体 IP 生态链的形成而提高。

图38：2020年日本潮玩行业 CR3 达到 48%



资料来源：创梦天地《IP衍生品业务介绍》，民生证券研究院

图39：2020年中国潮玩行业 CR3 仅 20%



资料来源：创梦天地《IP衍生品业务介绍》，民生证券研究院

政策方面，我国优化疫情防控工作，利好潮玩线下业务开展。2022年11月10日，中央政治局常委会召开会议听取新冠肺炎疫情防控工作汇报，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施。新的防控措施较之前均有明显的放松，如隔离天数减少、允许居家隔离、调整风险等级等。防疫措施的松动对线下营业场所较大利好，降低了跨区人员的流动限制。

表6：2022年中国疫情防疫政策变化

	优化前	优化后
隔离政策	7天集中隔离+3天居家健康监测 高风险外溢人员7天集中隔离 结束高风险岗位从业人员7天集中隔离或居家隔离	5天集中隔离+3天居家隔离 高风险外溢人员7天居家隔离 5天居家健康监测
风险判断	包括密接、次密接 风险等级包括“高中低”	取消次密 风险等级为“高低”两类
核酸检测	未发生疫情地区全员检测	未发生疫情地区不得扩大核酸检测范围
入境政策	入境后核酸检测结果阳性旅客人数达到5个暂停该航班，登机前48小时2次核酸阴性 无标准	取消熔断制，登机前48小时1次核酸阴性 入境人员阳性判定标准为核酸检测 Ct 值 < 35
其他		加强医疗资源建设；加快新冠肺炎治疗相关药物储备；推进疫苗接种；加大力度整治层层加码、一刀切政策

资料来源：国家卫生健康委员会《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》，民生证券研究院

### 3.1 泡泡玛特：自下而上，铸就潮玩巨头

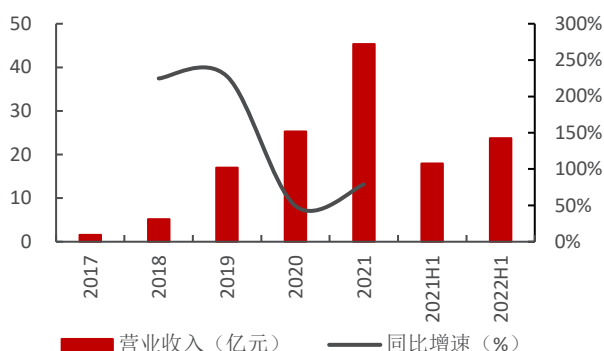
#### 3.1.1 泡泡玛特发展历史：从零售起家，借热门IP实现破局

潮玩国内兴起，泡泡胜在IP。从参与方来看，例如主打零售渠道的酷乐潮玩，专注于IP运营的十二栋文化，泡泡玛特凭借IP优势领先竞争对手。截至2020年6月，泡泡玛特自有+独家IP数量达34个，仅2020年上半年就推出16个新IP；IP质量方面，2021年为Molly诞生的15周年，目前依然深受喜爱，在2021年实现收入7.05亿元，同比增长97.6%，Dimoo和SKULLPANDA在2021年分别实现收入5.67亿元以及5.95亿元，同比分别增长79.8%和1423.8%。多元化

热门 IP 带来更广泛的受众群体，并助力线下渠道扩张以实现其业务体量和增速领先竞争对手。

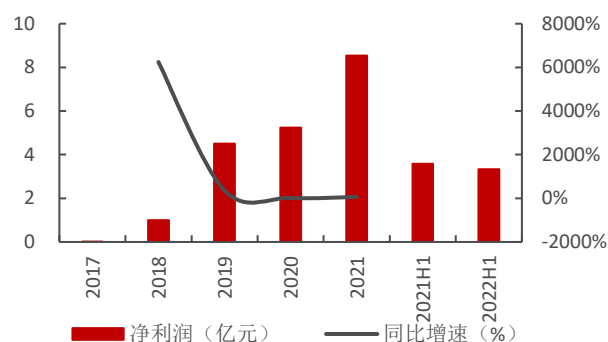
加大力度扶持线上渠道，泡泡玛特收入快速增长，净利润暂时下降。2022H1 泡泡玛特营业收入为 23.78 亿元，同比增长 32.26%，虽然受到疫情的影响，公司线下商店营业受阻，但是泡泡玛特通过微信小程序以及天猫等线上渠道的拓展依然取得了较大的增长。2022H1 公司净利润为 3.33 亿元，同比减少 7%，主要是因为公司增加了整体的广告销售费用以及员工的福利支出。

图40：泡泡玛特营收及同比增速



资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

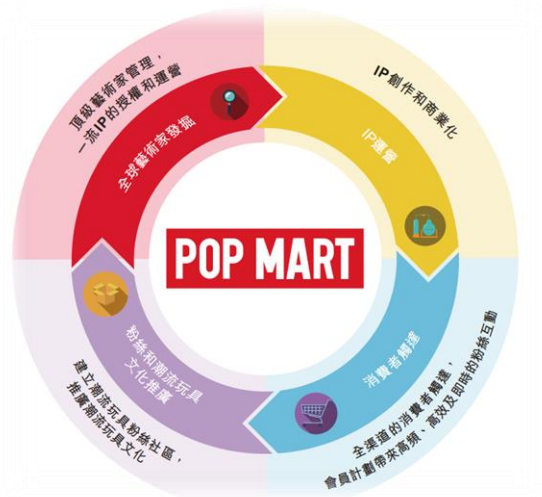
图41：泡泡玛特净利润及同比增速



资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

泡泡玛特是打造 IP、运营 IP 以及资深消费者培养全产业链一体化的平台。泡泡玛特凭借自身的一体化平台以及市场领先地位，与公司的艺术家、知名 IP 提供商以及内部设计团队合作，在潮流玩具行业吸引了一批优质的 IP。公司根据自身的 IP 源源不断地创作独特有趣的潮玩，进一步增加 IP 的商业价值。在获得足够多的粉丝及消费者之后，公司制定各类会员计划，提供多种多样的会员权益，以提高粉丝社区的粘性，为消费者打造专享购物体验。

图42：泡泡玛特商业模式



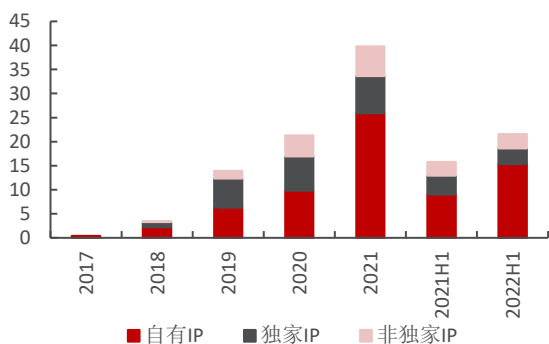
资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

### 3.1.2 完善闭环，构建 IP 矩阵，业务规模实现快速扩展

而泡泡玛特之所以能成为行业龙头，真正的原因是在于其在产业链上游，即 IP 领域上的优势，奠定了泡泡玛特在净利润和营收上的优质表现。

**泡泡玛特自有 IP 收入持续上升。**公司自有 IP 的收入占比由 2021 年上半年的 50.9% 上升到 2022 年上半年的 64.8%，收入贡献大幅增加，自有 IP 收入从 2021 年上半年的 9 亿元上升至 2022 年上半年的 15.3 亿元，同比增长 69.7%，其中 SKULLPANDA、Molly、Dimoo 和 MEGA 贡献的收入较高。同时 2022H1 独家 IP 收入下降了 17.1%，为 3.3 亿元，主要是 The Monsters、PUCKY 在 2022 年上半年因为排期原因发售新系列减少。同一时期非独家 IP 收入增长 4.5%，收入达到 3 亿元。

图43：自有 IP 收入贡献显著



资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

图44：泡泡玛特上海潮玩展



资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

**自有 IP 数量决定潮玩公司的收入以及行业竞争力。**目前泡泡玛特自主产品分为自有 IP 产品、独家 IP 产品以及非独家 IP 产品，而自有 IP 产品为泡泡玛特主要收入来源，公司对自有 IP 产品具有完全知识产权，产品毛利率也是最高的，发展到今日公司已经形成了良好的 IP 自主研发体系。

表7：泡泡玛特不同种类 IP 介绍（数据截至 2020 年 6 月）

IP 种类	IP 数量	公司权力	获取途径
自有 IP	12	具有完全知识产权，可开发销售潮流玩具并对外再授权	外购和自主研发
独家 IP	25	在中国及其他地区有开发销售该 IP 系列得独家权利，部分可以再授权	与艺术家签约
非独家 IP	56	在中国及其他地区有开发销售该 IP 系列得非独家权利，不可以再授权	和迪士尼与环球影城等合作

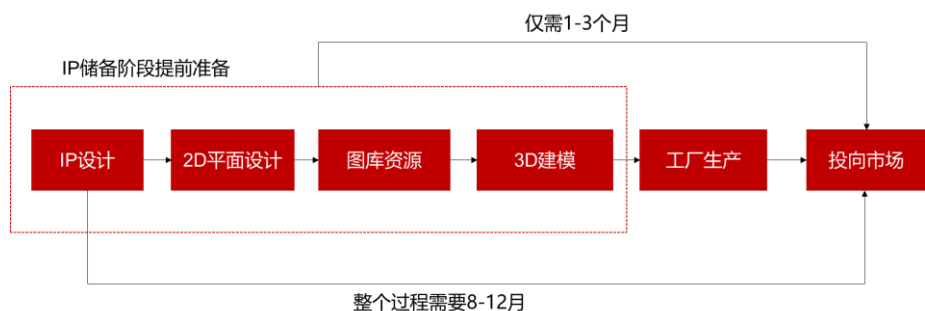
资料来源：泡泡玛特招股说明书，民生证券研究院

**提前储备，可以减少 IP 上市后，在前置设计环节的耗时。**根据泡泡玛特 IP 合作与管理部总监徐肖冰在 2021 年的采访可知，一个新系列从 2D 平面到最终上市需要 8-12 个月，现在泡泡玛特的团队，会把进工厂前的所有环节，包括平面设计、图库资源与建模等，在 IP 储备的阶段提前做完。一旦某一款 IP 打爆，团队就可以从已有的设计储备中挑选适合当前市场风向的设计，这样新系列的生产周期就可



以压缩到一到三个月左右，能较稳定地维持上新节奏与设计品质。

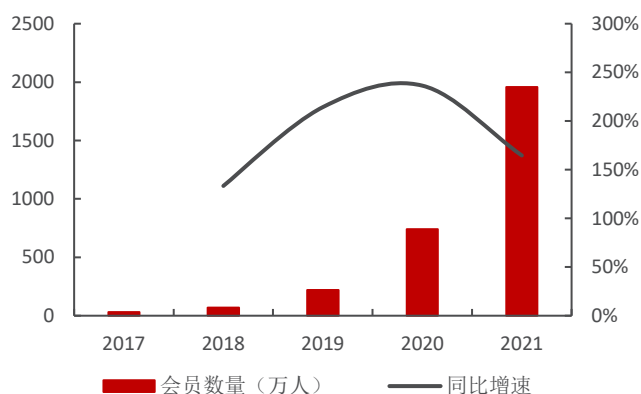
图45：提前准备缩短 IP 上市时间



资料来源：三声公众号，泡泡玛特公司公告，民生证券研究院绘制

在新冠疫情的影响下，公司会员数仍然上涨迅速。2021 年公司会员注册数量达到 1958 万人，同比增速达到 164.6%，这是公司上市的第一个完整财年；在上市之后公司拥有更多资金全面铺开线下门店以及自动售卖机，这股风潮从“Z 世代”人群中扩散开来，渗透到 90 后甚至 80 后人群当中；快速上涨的会员数量更有利于泡泡玛特分析客户消费行为，优化自身产品，形成更加良好的正向循环。

图46：泡泡玛特会员数量快速增长



资料来源：泡泡玛特公司公告，民生证券研究院

图47：泡泡玛特会员中心



资料来源：泡泡玛特招股说明书，民生证券研究院

多种多样的主题以及在店活动为消费者持续带来新鲜感。泡泡玛特在全国各地商场里举办不同类型的主题展，使用公司的经典 IP 作为人偶，在线下持续为公司造势。同时也会开展丰富好玩的潮玩课程，联合中央美术学院提高公司品牌调性，提高公司知名度，增加公司受众群体。

**图48：泡泡玛特商场主题展**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**图49：泡泡玛特潮玩课程**



资料来源：公司官网，民生证券研究院

**公司建立了全面且广泛的销售和经销网络来触达消费者。**截至 2022 年 6 月 30 日，公司线下门店已经增加到 308 家，机器人商店数量达到 1916 家。泡泡玛特不仅在拓展线下零售店，提高线下服务范围，同时通过增加机器人商店数量细化服务区域颗粒度，让泡泡玛特对与消费者来说触手可得。

**图50：泡泡玛特零售店**



资料来源：泡泡玛特招股说明书，民生证券研究院

**图51：泡泡玛特机器人商店**



资料来源：泡泡玛特招股说明书，民生证券研究院

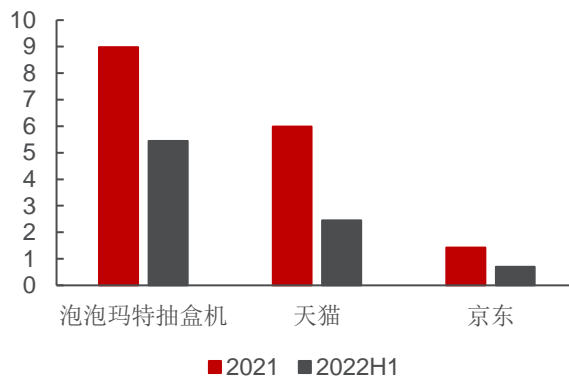
**自研抽盒机，打造线上线下全渠道。**公司在微信、淘宝、京东等多个线上渠道发力，在 22 年上半年自主研发了微信平台的泡泡玛特抽盒机为消费者带来好玩有趣的购物体验。2022H1 抽盒机/天猫旗舰店/淘宝旗舰店营收分别为 5.44/2.45/0.7 亿元，同比增长 67.2%/11.8%/50%。

图52: 泡泡玛特抽盒机



资料来源: 泡泡玛特微信公众号, 民生证券研究院

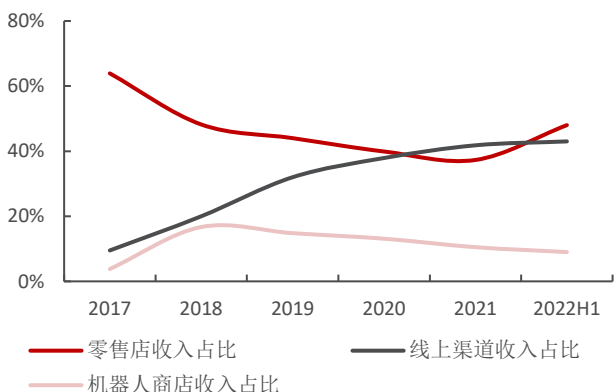
图53: 泡泡玛特线上收入情况 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 泡泡玛特公司公告, 民生证券研究院

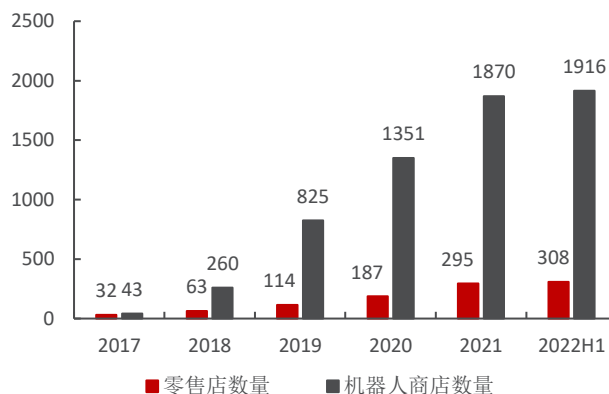
**逆周期扩张, 线下零售店收入韧性显现。**零售店收入在 2022H1 占比提升, 达到总收入的 48%, 虽然中国大陆地区上半年多地出现疫情, 零售店关店时间从一周至三个月的店铺数量达到 133 家, 但是今年上半年中国大陆零售店数量仍然增加到 308 家, 因此超过了线上渠道收入, 同时线上渠道销售占比为 43%。

图54: 渠道收入占比



资料来源: 泡泡玛特公司公告, 民生证券研究院

图55: 门店和机器人商店数量持续升高 (家)



资料来源: 泡泡玛特公司公告, 民生证券研究院

**泡泡玛特生态链一体化开启, 市场竞争能力进一步增强。**泡泡玛特持续加大研发投入, 不断产出新的优质原创内容和 IP, 随即为新内容以及 IP 在线下门店以及线上渠道造势推广, 实现 IP 的最大商业价值, 并且通过联名等方式提高 IP 价值, 延长 IP 的生命力。而良好的营收也能进一步刺激公司继续加大对 IP 以及原创内容的研发, 从产业链一体化到生态链一体化, 形成良好的正向循环。

图56：从产业链一体化到生态链一体化



资料来源：创梦天地《IP衍生品业务介绍》，民生证券研究院

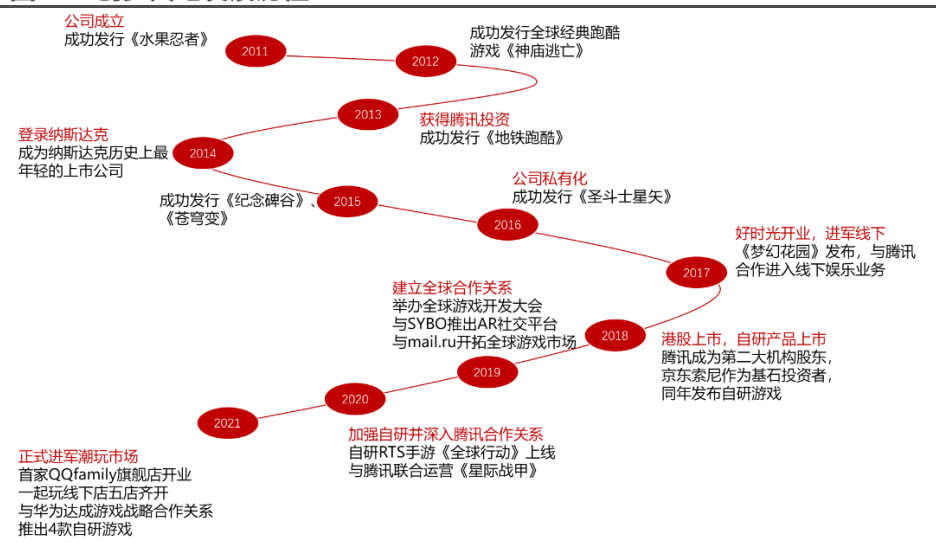
**构建 IP 运营内核，泡泡玛特未来可期。**我们认为泡泡玛特是一家 IP 产业链一体化的潮玩公司，通过复盘泡泡玛特的投资版图，我们认为泡泡玛特不只是一家潮玩公司，其布局动画公司业务完善 IP 矩阵，同时布局汉服、联名美术馆、建立主题公园，加速下游客群“破圈”，基于日本潮玩经验，我们看好在潮玩景气上行周期中，泡泡玛特通过 IP 生态链一体化升级，推动从 IP 孵化到 IP 变现的正向循环。

## 3.2 创梦天地：背靠腾讯，降维出击

### 3.2.1 传统游戏头部企业，拥有优秀产品运营基因

**创梦天地以代理游戏起家，逐渐发展成为自研游戏+线下潮玩综合娱乐公司。**公司起点较高，在 2011 年成功发行全球流行手游《水果忍者》，并且在次年发布《神庙逃亡》，2013 年在获得腾讯投资后在 2014 年成为纳斯达克最年轻的上市公司。2017 年公司开始尝试进入线下市场，与腾讯合作开启“好时光”线下门店。2018 年公司在港股上市，腾讯成为第二大股东，公司进入发展快速通道，并在同年发布第一款自研游戏。到 2019 年公司建立全球化合作关系，与国外开发平台合作拓展全球业务。2021 年首家 QQfamily 线下潮玩店开业，宣告创梦天地开展第二发展曲线，同时公司也在不断夯实游戏业务基本盘，努力打造自研游戏产品。

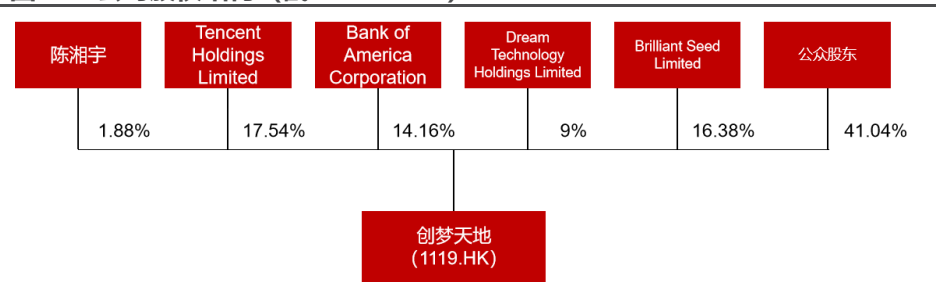
图57: 创梦天地发展历程



资料来源: 创梦天地官网, 民生证券研究院

创梦天地拥有雄厚股东资源背书, 具备发展 IP 衍生产业较大优势。2018 年公司在港交所上市之前, 腾讯与索尼各出资 500 万美元成为基石投资者, 截至 2022 年 10 月 17 号腾讯通过 Tencent Holdings Limited 持股 17.54%, 成为公司第二大股东。另外早在 2020 年 8 月份创梦天地就委任腾讯副总裁及天美工作室群总裁姚晓光、腾讯副总裁及光子工作室群总裁陈宇为非执行董事及公司战略委员会成员。在大股东与高管双重身份加持下, 腾讯在 IP 输入、研运协同、流量支持、产业链资源上对公司均有较大帮助, 包括技术、IP、渠道上的资源倾斜, 助力公司 IP 衍生业务快速发展。

图58: 公司股权结构 (截至 2022H1)



资料来源: wind, 民生证券研究院

腾讯+Sony 双巨头 IP 支持助力创梦 IP 衍生品业务。公司获得 SONY 官方授权, 包括 PS5 首发官方同步实机体验、主机/游戏零售以及 SIE 旗下精品游戏及衍生品 IP 合作。腾讯不仅提供海量优质 IP 资源, 同时联合创梦协同开发精品游戏, 另外在腾讯旗下平台中对创梦产品给予一定的流量支持, 腾讯更是将多年来积累的产业链资源分享给创梦, 为创梦 IP 衍生品业务添砖加瓦。



图59：大股东背书助力 IP 衍生品业务



资料来源：创梦天地《2022年业务介绍》，民生证券研究院

### 3.2.2 互补腾讯开启转型，打造第二成长曲线

**国内游戏政策收紧，转型打造第二成长曲线。**自 2019 年开始国家不断收紧针对未成年人的网络游戏政策，从管控游戏内容，到管控游戏充值额度，最后到管控游戏时长与时间段。创梦天地自 2016 年开始探索基于 IP 的第二增长曲线，最终形成了以 QQfamily 为载体的 IP 实物变现——IP 衍生品业务。面对行业监管压力，公司加大力度发展 IP 衍生品业务，而拥有大股东腾讯为公司发展潮玩业务提供可能。

表8：国家游戏相关政策收紧

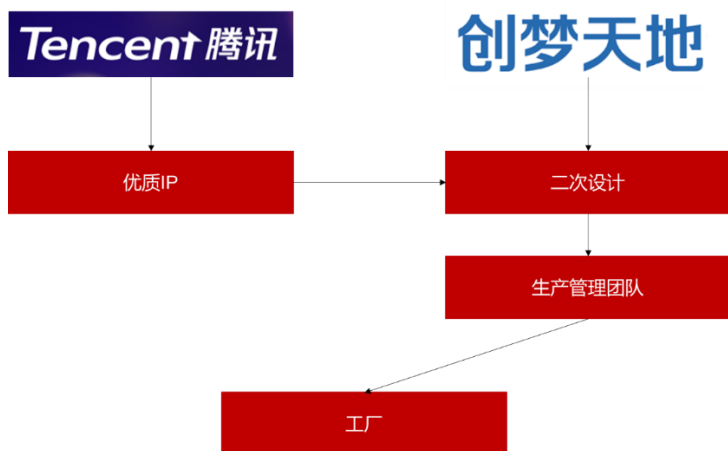
时间	政策法规	内容
2021/9/8	中央宣传部、国家新闻出版署有关负责人约谈腾讯、网易等游戏企业和平台	各网络游戏企业和平台要严格落实通知各项要求，不折不扣执行向未成年人提供网络游戏的时段时长限制，不得以任何形式向未成年人提供网络游戏账号租售交易服务。
2021/9/3	《关于开展文娱领域综合治理工作的通知》	加强游戏内容审核把关，提升游戏文化内涵，落实游戏平台主体责任，推进防沉迷系统接入，完善实名认证技术。
2021/8/30	《关于进一步严格管理、切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》	严格限制向未成年人提供网络游戏服务的时间，所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务，其他时间均不得以任何形式向未成年人提供网络游戏服务。
2021/6/1	中华人民共和国未成年人保护法（2020 修订）	第七十五条 网络游戏经依法审批后方可运营。
2019/10/25	国家新闻出版署关于防止未成年人沉迷网络游戏的通知	严格控制未成年人使用网络游戏时段、时长。网络游戏企业向未成年人提供游戏服务的时段，法定节假日每日累计不得超过 3 小时，其他时间每日累计不得超过 1.5 小时。网络游戏企业不得为未满 8 周岁的用户提供游戏付费服务。

资料来源：政府网，每日经济新闻，人民网，新华社，民生证券研究院

**联手腾讯实现双赢，创梦天地助力腾讯 IP 衍生品落地。**腾讯的优势在于拥有大量优质 IP 面向各类消费群体，以及对 IP 的良好运营（全球收入最高的 TOP50 个 IP 中，国内仅腾讯上榜 4 款），但是对于线下零售运营场景，腾讯难有优势，对此**创梦逐步定位为腾讯线下潮玩零售平台**，即：腾讯负责内容，创梦负责二次设计、对接下游制造厂商以及售卖潮玩。IP 衍生品业务的核心是优质的内容，创梦通过与腾讯长时间的合作以及腾讯的入股形成了强绑定关系，获得了稳定长周期的 IP

供给。

图60：腾讯以及创梦天地合作密切



资料来源：民生证券研究院绘制

背靠腾讯，创梦天地天然拥有 IP 资源。与泡泡玛特不同的是创梦天地走的是自上而下的打法，依靠大股东腾讯取得大量优质深入人心的 IP，再大量在线下开店，同时铺开线上售卖渠道。公司于 2021 年 3 月取得 QQfamily IP 授权，并且在同年 7 月开启首家旗舰店。随后与腾讯签订了 QTX、QQ 系列形象潮玩产品授权、PUPU ALIENS 形象授权等一些列协议。进入 2022 年后公司继续以“精品+潮流艺术”的路径方法，不断取得精品 IP，持续添加品类，满足年轻人对美好生活的向往。

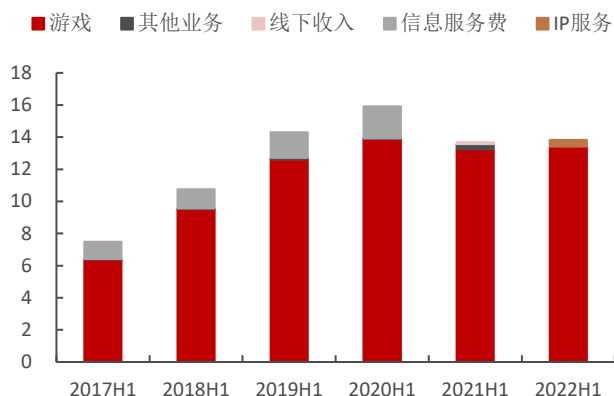
图61：IP 衍生品业务发展历史



资料来源：创梦天地《2022 年业务介绍》，民生证券研究院

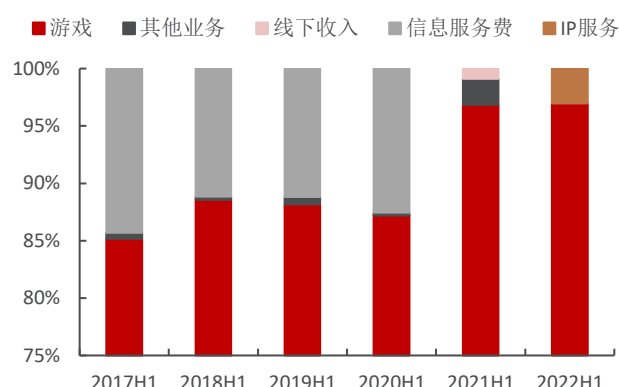
弯道超车，疫情背景下 QQfamily 加速渠道扩张。2022H1 创梦 IP 衍生品营收为 0.4 亿元，同比增长 254.1%；22 年 H1 非门店渠道收入占比 20%，为了塑造品牌形象，更好地实现消费者触达，公司持续推进线上和线下业务布局，推动业务快速增长。

图62：公司分业务营收变化（单位：亿元）



资料来源：创梦天地公司公告，民生证券研究院

图63：IP 业务逐步成为第二增长曲线



资料来源：创梦天地公司公告，民生证券研究院

- 线下渠道：构建主机体验+潮玩模式，用户反映良好。**不同于其他潮玩门店，**潮玩产品方面**：创梦旗下 QQfamily 背靠腾讯 IP，主要产品包括腾讯系（如王者荣耀、QQ 形象及联名品等），产品具有一定差异化；**游戏主机体验方面**：公司背靠股东资源（腾讯、索尼），联手索尼（PS 5）、任天堂（switch）打造的中国首个线下游戏体验场所，主机游戏具有天然引流效应，同时潮玩可有效增加客户 ARPU 值；
- 线上渠道：2022 年是拓展元年，进展逐步显现。**为应对疫情带来的不确定性，创梦从今年年初逐步开拓 IP 衍生品线上渠道销售。22 年 5 月 IP 潮流艺术品发行和交易平台“悟酱”上线，并且 QQfamily 的产品也同步在天猫旗舰店、抖音、小红书等多个线上平台上线，2022H1 线上渠道销售占比已经达到 IP 衍生品业务的 20%，未来非门店渠道占比将会进一步提升。

图64：悟酱平台发布



资料来源：小红书，民生证券研究院

图65：QQfamily 天猫旗舰店



资料来源：天猫，民生证券研究院

**数字化运营助力创梦提升引流效率。**公司利用科技将门店数字化运营，实现供应链全链路数字化管理，以此来提升顾客覆盖规模和商品能力：1、如何吸引消费

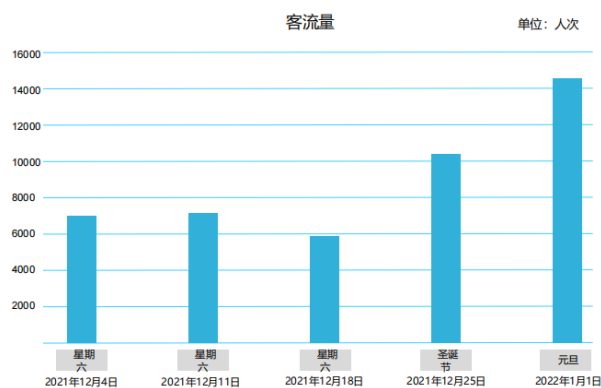
者：公司通过在公众号、天猫等平台预售的方式吸引消费者线下参观，另外在小红书、抖音、B 站等平台通过直接介绍产品或者与 UP 主探店合作的方式持续吸引客户。2、如何留住消费者：公司在长期的运营当中深刻理解体验是吸引年轻顾客和延长停留时间的最重要抓手，借助精品 IP、潮流艺术以及有趣好玩的体验装置和玩法（如黄脸墙、太空扭蛋机）为顾客带来“新鲜感”。

图66：有趣好玩的体验装置+玩法



资料来源：创梦天地《2022 年业务介绍》，民生证券研究院

图67：欢乐海岸店周末日均客流超过 6K，最高峰达到 14K



资料来源：创梦天地《2022 年业务介绍》，民生证券研究院

## 4 投资建议

### 4.1 行业投资建议

潮玩作为典型线下消费场景，前期受疫情影响而阶段性承压，后续伴随国内疫情防控逐步放松，看好需求逐步恢复；从中长期看，潮玩伴随国内人均可支配收入提升以及出生率下行背景下，其“共情&陪伴”属性有望凸显，不同于盲盒和稀缺手办的金融或博彩属性，具有大众消费属性的潮流衍生品市场有望持续扩容；从格局方面，IP 作为潮玩产业链最核心环节，参考日本经验，行业成熟和规范化后，将逐步往具有强运营能力的头部 IP 类企业去集中，目前国内如泡泡玛特正逐步走出，创梦天地背靠腾讯资源正蓄势待发；继续看好头部潮玩企业持续成长性，给与行业“推荐”评级。

### 4.2 重点公司

#### 4.2.1 泡泡玛特

我们认为目前泡泡玛特已经打造完成：创造 IP、运营 IP 以及资深消费者培养的全产业链一体化平台，已经在消费者心中打造“潮玩=泡泡玛特”的强品牌护城河，同时依靠头部品牌效应持续吸引知名 IP 设计师，不断孵化创新 IP，形成良好正循环，公司有望继续维持行业龙头地位。

**零售店业务：**线下零售店受到疫情影响，净开店数不及 20 年以及 21 年水平，但同时公司持续在海外开设新门店，综合考虑预计 22、23、24 年净开店数分别为 58、65、65 家。2021 年泡泡玛特单店营收为 694 万元，考虑到全球经济未来进入下行周期，单店收入预计下降，22、23、24 年单店收入分别为 596、564、558 万元，综上所述预计收入同比增速分别为 15%、13%、16%。

**线上业务：**线上业务一直为公司渠道扩展方向，目前已经建立泡泡玛特抽盒机、天猫、京东等多个线上渠道，参考日本泡沫经济时代潮玩行业的发展，虽然全球经济预计进入下行周期，但线上潮玩消费依然会保持一定增长，预计 22、23、24 年收入同比增速分别为 10%、11%、16%。

**机器人商店业务：**机器人商店作为线下零售店的补充，公司持续扩大机器人商店覆盖范围，预计 22、23、24 年净开店数为 294、300、300 个，考虑到目前机器人商店单店收入不断下降的情况，并且预计该现象将会延续，22、23、24 年单店收入为 19、16、15 万元，综上所述预计收入同比变化为-20%、-2%、10%。



表9：泡泡玛特营收拆分

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
零售店	收入 (百万元)	1002.05	1673.39	1931.93	2173.61	2514.68
	YOY	35.47%	67.00%	15.45%	12.51%	15.69%
	毛利率	62.00%	61.90%	60.89%	61.89%	62.43%
线上	收入 (百万元)	951.88	1879.19	2067.00	2300.54	2670.71
	YOY	76.53%	97.42%	9.99%	11.30%	16.09%
	毛利率	66.40%	64.20%	61.70%	63.20%	64.20%
机器人商店	收入 (百万元)	328.68	469.80	374.13	365.33	400.53
	YOY	32.24%	42.94%	-20.36%	-2.35%	9.64%
	毛利率	72.30%	68.80%	66.74%	67.85%	68.42%
其他业务	收入 (百万元)	230.86	468.27	622.17	859.31	1093.58
	YOY	48.00%	102.84%	32.87%	38.11%	27.26%
	毛利率	44.67%	41.24%	42.87%	44.24%	45.24%

资料来源：Wind, 公司公告, 民生证券研究院预测；币种均为人民币

**投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为49.95/56.99/66.80亿元，同增11.24%/14.08%/17.21%，归母净利润分别为8.39/9.84/11.76亿元，同比变化-1.84%/17.31%/19.53%，当前股价（12月05日收盘价）对应PE分别为27/23/19X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

**风险提示：**1) 下游需求持续降低：全球经济进入衰退期，下游需求或因此受到影响。2) IP设计失败：公司IP推广或不及预期导致收入下降。3) 疫情风险：疫情反复或影响公司线下业务开展。

表10：泡泡玛特盈利预测与财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,491	4,995	5,699	6,680
同比增长	78.66%	11.24%	14.08%	17.21%
归母净利润(百万元)	854	839	984	1176
同比增长	63.20%	-1.84%	17.31%	19.53%
每股收益(元)	0.61	0.61	0.71	0.85
PE	66	27	23	19
PB	8.2	2.9	2.6	2.3

资料来源：Wind, 民生证券研究院预测；(注：股价为2022年12月05日收盘价)；币种均为人民币

## 4.2.2 创梦天地

与泡泡玛特不同，创梦天地背靠大股东腾讯，天然获取大量优质IP，以自上而下的打法进军潮玩行业，由于公司手握众多优质IP因此可以专注于线下以及线上渠道的运营，公司将多年游戏运营经验以及好时光线下门店运营经验运用于潮玩业务，潮玩业务作为公司第二发展曲线助力公司达到新高度。

**游戏业务：**公司不断加码自研游戏业务，并且加深与大股东腾讯的合作，随着国家对游戏版号的放开，公司多款自研游戏上市在即，预计22、23、24年收入同比增速为15%、20%、20%。

**IP 线下业务：**公司背靠股东腾讯以及 Sony，线下门店快速推广，预计 22、23、24 年门店总数将达到 37、82、140 家，同时预计 2022 年单店收入为 292 万元/年，未来 2 年单店收入同比增速到达 17%/13%。综上所述预计 23、24 年收入同比增速分别为 159%、93%。

**IP 线上业务：**截止到 2022 年上半年，公司 IP 业务线上收入占比 20%，预计全年线上收入占比 28%，我们预计未来公司将继续大力发展线上 IP 业务，持续通过线上活动吸引新消费者，预计 23、24 年线上 IP 业务将占到 IP 衍生物业务总收入的 30%、40%。综上所述预计 23、24 年 IP 线上业务收入同比增长 186%、200%。

**表11：创梦天地营收拆分**

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>游戏业务</b>	收入 (百万元)	2805.56	2297.93	2642.62	3171.14	3805.37
	YOY	14.66%	-18.09%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	41.10%	41.86%	42.00%	44.00%	46.00%
<b>IP 线下业务</b>	收入 (百万元)	-	-	108.00	280.00	540.00
	YOY	-	-	-	159.26%	92.86%
	毛利率	-	-	30.00%	34.00%	34.00%
<b>IP 线上业务</b>	收入 (百万元)	-	-	42.00	120.00	360.00
	YOY	-	-	-	185.71%	200.00%
	毛利率	-	-	30.00%	34.00%	34.00%
<b>其他业务</b>	收入 (百万元)	406.56	339.71	373.68	411.05	452.15
	YOY	17.47%	-16.44%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	41.59%	41.83%	41.43%	42.79%	43.56%

资料来源：Wind, 公司公告, 民生证券研究院预测；币种均为人民币

**投资建议：**我们预计公司2022-2024年营收分别为31.67/39.82/51.58亿元，同增19.90%/25.73%/29.51%，归母净利润分别为-1.37/1.42/5.27亿元，同比增长13.22%/203.81%/271.44%，当前股价（12月05日收盘价）23/24年对应PE分别为36/10X，首次覆盖，给予“**推荐**”评级。

**风险提示：**1) 下游需求持续降低：全球经济进入衰退期，下游需求或因此受到影响。2) 腾讯撤销IP授权：目前创梦天地对腾讯所提供的优质IP依赖程度较高，腾讯停止IP授权影响较大，考虑到腾讯为公司大股东因此可能性较低。3) 疫情风险：疫情反复或影响公司线下开店速度。

**表12：创梦天地盈利预测与财务指标**

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,642	3,167	3,982	5,158
同比增长	-17.77%	19.90%	25.73%	29.51%
归母净利润(百万元)	-157	-137	142	527
同比增长	64.34%	13.22%	203.81%	271.44%
每股收益(元)	-0.11	-0.10	0.10	0.37
PE	-	-	36	10
PB	2.0	1.3	1.3	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年12月05日收盘价）；币种均为人民币

## 5 风险提示

1) **疫情反复的风险。**目前新冠疫情尚未彻底结束，对于线下零售店开店以及营业都有较大影响，终端消费需求恢复或将不及预期。

2) **下游需求低于预期的风险。**随着全球经济进入下行周期，居民消费逐渐减弱，对于非刚需生活用品需求可能减少。

表13：泡泡玛特财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6,757	7,487	8,695	9,959
现金	5,265	6,243	6,870	8,212
应收账款	171	114	231	200
存货	789	563	952	799
其他	532	567	641	748
<b>非流动资产</b>	1,566	1,641	1,676	1,703
固定资产	366	403	411	415
无形资产	744	774	795	810
租金按金	-	-	-	-
使用权资产	-	-	-	-
其他	457	464	471	478
<b>资产总计</b>	8,324	9,128	10,371	11,661
<b>流动负债</b>	1,093	1,059	1,318	1,432
短期借款	0	0	0	0
应付账款	266	184	320	263
其他	827	874	997	1,169
<b>非流动负债</b>	411	411	411	411
长期借款	0	0	0	0
租赁负债	-	-	-	-
其他	411	411	411	411
<b>负债合计</b>	1,504	1,469	1,729	1,843
少数股东权益	2	2	2	2
股本	1	1	1	1
留存收益和资本公积	6,817	7,656	8,640	9,816
归属母公司股东权益	6,818	7,657	8,641	9,817
<b>负债和股东权益</b>	8,324	9,128	10,371	11,661
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>经营活动现金流</b>	779	1,467	1,100	1,816
净利润	854	839	984	1,176
折旧摊销	435	452	472	481
少数股东权益	0	0	0	0
营运资金变动及其他	-510	176	-356	159
<b>投资活动现金流</b>	-648	-489	-473	-475
资本支出	-334	-520	-500	-500
其他投资	-314	31	27	25
<b>筹资活动现金流</b>	-436	0	0	0
借款增加	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-209	0	0	0
其他	-227	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-416	979	627	1,342

资料来源：泡泡玛特公告，民生证券研究院预测；币种均为人民币

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	4,530	4,995	5,699	6,680
营业成本	1,732	2,027	2,272	2,626
销售费用	1,106	1,199	1,311	1,469
管理费用	558	649	798	1,002
财务费用	-7	0	0	0
营业利润	1,141	1,118	1,317	1,580
利润总额	1,171	1,149	1,348	1,611
所得税	317	310	364	435
<b>净利润</b>	855	839	984	1,176
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	854	839	984	1,176
EBITDA	1,570	1,572	1,790	2,063
EPS (元)	0.61	0.61	0.71	0.85

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	78.89%	10.26%	14.08%	17.21%
营业利润	67.09%	-1.96%	17.78%	19.98%
归属母公司净利润	63.20%	-1.84%	17.31%	19.53%
<b>获利能力</b>				
毛利率	61.43%	59.42%	60.14%	60.68%
净利率	19.03%	16.79%	17.26%	17.61%
ROE	12.53%	10.95%	11.39%	11.98%
ROIC	12.14%	10.67%	11.14%	11.76%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.06%	16.10%	16.67%	15.80%
净负债比率	-77.2%	-81.5%	-79.5%	-83.6%
流动比率	6.18	7.07	6.60	6.95
速动比率	5.46	6.54	5.87	6.39
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.59	0.57	0.58	0.61
应收账款周转率	35.97	35.00	33.00	31.00
应付账款周转率	9.07	9.00	9.00	9.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.61	0.71	0.85
每股经营现金	0.56	1.06	0.80	1.32
每股净资产	4.86	5.55	6.26	7.11
<b>估值比率</b>				
P/E	66	27	23	19
P/B	8.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	32.41	10.27	8.67	6.87



表14：创梦天地财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	3,607	3,364	3,430	4,289
现金	715	1,103	1,217	2,042
应收账款	781	802	791	928
存货	11	20	26	47
其他	2,099	1,439	1,396	1,272
<b>非流动资产</b>	3,004	3,060	3,133	3,194
固定资产	62	71	98	111
无形资产	1,843	1,847	1,851	1,855
租金按金	-	-	-	-
使用权资产	-	-	-	-
其他	1,099	1,141	1,184	1,228
<b>资产总计</b>	6,611	6,424	6,563	7,483
<b>流动负债</b>	1,490	1,858	1,840	2,174
短期借款	900	1,100	1,100	1,100
应付账款	113	300	207	440
其他	477	459	534	634
<b>非流动负债</b>	912	508	508	508
长期借款	852	448	448	448
租赁负债	-	-	-	-
其他	60	60	60	60
<b>负债合计</b>	2,402	2,367	2,348	2,682
少数股东权益	274	259	275	333
股本	1	1	1	1
留存收益和资本公积	3,934	3,797	3,939	4,466
归属母公司股东权益	3,935	3,798	3,940	4,467
<b>负债和股东权益</b>	6,611	6,424	6,563	7,483
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	154	1,056	570	1,273
净利润	-157	-137	142	527
折旧摊销	233	246	250	253
少数股东权益	2	-15	16	59
营运资金变动及其他	76	961	162	434
<b>投资活动现金流</b>	-275	-305	-326	-317
资本支出	-267	-260	-280	-270
其他投资	-8	-45	-46	-47
<b>筹资活动现金流</b>	119	-363	-130	-130
借款增加	-376	-204	0	0
普通股增加	344	0	0	0
已付股利	0	-159	-130	-130
其他	151	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-21	388	114	825

资料来源：创梦天地公告，民生证券研究院预测；币种均为人民币

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2,642	3,167	3,982	5,158
营业成本	1,534	1,854	2,278	2,911
销售费用	510	633	597	516
管理费用	300	317	358	413
财务费用	129	159	130	130
营业利润	-157	-176	180	672
利润总额	-181	-175	181	673
所得税	-25	-23	24	87
<b>净利润</b>	-156	-152	158	586
少数股东损益	2	-15	16	59
归属母公司净利润	-157	-137	142	527
EBITDA	206	229	560	1,056
EPS (元)	-0.11	-0.10	0.10	0.37

主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-17.77%	19.90%	25.73%	29.51%
营业利润	-174.89%	12.14%	-202.65%	272.90%
归属母公司净利润	64.34%	13.22%	203.81%	271.44%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.83%	41.43%	42.79%	43.56%
净利率	-5.91%	-4.80%	3.96%	11.35%
ROE	-4.00%	-3.60%	3.60%	11.80%
ROIC	-0.40%	-0.26%	4.68%	10.99%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.33%	36.84%	35.78%	35.85%
净负债比率	24.64%	10.96%	7.86%	-10.29%
流动比率	2.42	1.81	1.86	1.97
速动比率	2.35	1.75	1.79	1.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.40	0.49	0.61	0.73
应收账款周转率	2.73	4.00	5.00	6.00
应付账款周转率	9.03	9.00	9.00	9.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.11	-0.10	0.10	0.37
每股经营现金	0.11	0.75	0.40	0.90
每股净资产	2.84	2.69	2.79	3.17
<b>估值比率</b>				
P/E	-	-	36	10
P/B	2.0	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	42.78	24.05	9.65	4.33

## 插图目录

图 1: 潮玩的主要消费群体为 18-34 岁的成人	3
图 2: 消费者购买潮玩的考虑因素主要是惊喜感以及 IP	3
图 3: 潮玩产业链	4
图 4: 日本出生率持续下滑 (单位: ‰)	6
图 5: 日本人均 GDP 不断上升 (单位: 美元)	6
图 6: 2017 年以来中国出生率出现下滑 (单位: ‰)	6
图 7: 中国人均 GDP 不断上升 (单位: 元)	6
图 8: 2015-2022 年中国潮玩市场规模及预测	6
图 9: 日本商业零售规模及增速	8
图 10: 日本动画及 IP 衍生品行业发展历程	8
图 11: 日本动画制作委员会模式	9
图 12: 日本 IP 生态链	10
图 13: 日本广义动画市场规模 (亿日元) 及增速	10
图 14: IP 衍生品的收入远超内容收入	10
图 15: 日本潮流玩具行业市场规模及增速	11
图 16: 2020 年日本玩具市场以益智玩具和兴趣类玩具为主	11
图 17: IP 授权流程	12
图 18: IP 开发核心	13
图 19: 蜘蛛侠 IP 运营	13
图 20: 第三方 IP 运营	13
图 21: 龙珠的 IP 授权环节	14
图 22: 万代营业收入及增速	14
图 23: 万代净利润及增速	14
图 24: 万代发展历程及市值变化	15
图 25: 万代“IP 轴”战略	15
图 26: 高达系列不断推陈出新, 延长 IP 生命力	16
图 27: 万代内外部 IP 资源丰富	16
图 28: 万代海外收入占比逐年增加	17
图 29: 三丽鸥玩具公司因 IP 老化收入有所下滑	17
图 30: 万代单个 IP 具有超长的生命周期	17
图 31: 高达十二生肖 (牛年) 模型	18
图 32: 万代头部 IP 依然具有超高的商业价值 (单位: 亿元人民币)	18
图 33: 人均 GDP: 中国 vs. 日本 (单位: 美元)	19
图 34: 2021 年头部 IP 数量差距仍然较大	19
图 35: 2021 年中国衍生品收入倍数相比日美提升空间近 3 倍	19
图 36: 国外头部内容收入与 IP 衍生品收入对比	20
图 37: 2013~2017 日本动画商品化市场规模及占比	20
图 38: 2020 年日本潮玩行业 CR3 达到 48%	21
图 39: 2020 年中国潮玩行业 CR3 仅 20%	21
图 40: 泡泡玛特营收及同比增速	22
图 41: 泡泡玛特净利润及同比增速	22
图 42: 泡泡玛特商业模式	22
图 43: 自有 IP 收入贡献显著	23
图 44: 泡泡玛特上海潮玩展	23
图 45: 提前准备缩短 IP 上市时间	24
图 46: 泡泡玛特会员数量快速增长	24
图 47: 泡泡玛特会员中心	24
图 48: 泡泡玛特商场主题展	25
图 49: 泡泡玛特潮玩课程	25
图 50: 泡泡玛特零售店	25
图 51: 泡泡玛特机器人商店	25
图 52: 泡泡玛特抽盒机	26
图 53: 泡泡玛特线上收入情况 (单位: 亿元人民币)	26
图 54: 渠道收入占比	26

图 55: 门店和机器人数量持续升高 (家)	26
图 56: 从产业链一体化到生态链一体化	27
图 57: 创梦天地发展历程	28
图 58: 公司股权结构 (截至 2022H1)	28
图 59: 大股东背书助力 IP 衍生品业务	29
图 60: 腾讯以及创梦天地合作密切	30
图 61: IP 衍生品业务发展历史	30
图 62: 公司分业务营收变化 (单位: 亿元)	31
图 63: IP 业务逐步成为第二增长曲线	31
图 64: 悟酱平台发布	31
图 65: QQfamily 天猫旗舰店	31
图 66: 有趣好玩的体验装置+玩法	32
图 67: 欢乐海岸店周末日均客流超过 6K, 最高峰达到 14K	32

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 潮玩的四种通用分类	4
表 2: 形象 IP 和内容 IP	5
表 3: 中国潮玩行业仍处于发展初期, IP 内容和衍生品尚未形成完整生态链	7
表 4: IP 授权许可方式	11
表 5: IP 授权模式	12
表 6: 2022 年中国疫情防控政策变化	21
表 7: 泡泡玛特不同种类 IP 介绍 (数据截至 2020 年 6 月)	23
表 8: 国家游戏相关政策收紧	29
表 9: 泡泡玛特营收拆分	34
表 10: 泡泡玛特盈利预测与财务指标	34
表 11: 创梦天地营收拆分	35
表 12: 创梦天地盈利预测与财务指标	36
表 13: 泡泡玛特财务报表数据预测汇总	38
表 14: 创梦天地财务报表数据预测汇总	39

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026